

## 14 日本の財政投融资——バブルの発生・崩壊から 現在までの動向と今後の課題

中田真佐男

### 要 旨

2001年4月より始まった財政投融资制度の改革は、2007年10月からは郵政民営化、2008年10月からは政策金融の再編と新たな段階に入っている。一連の抜本的な改革のきっかけとなったのは、いうまでもなく、規模の「肥大化」にともなう財政投融资の①事業効率性の低下、②民業の圧迫への批判の高まりである。そして、財政投融资の規模が肥大化した1990年代は、わが国でバブルが崩壊し、「失われた10年」ともいわれる長期的な景気低迷を経験した期間と重なる。

本稿では、バブルの発生・崩壊を含む1980年代後半から1990年代にかけての経済状況と財政投融资制度の経済機能低下との関わりについて改めて整理し、財政投融资改革をその帰結と位置づけたうえで現状における評価を試みる。さらに、今後の郵政民営化・政策金融改革の進展によって新たに発生する問題点を指摘し、その課題への対処のあり方について検討する。



## 1 はじめに

わが国には、政府が金融的手法を用いて財政政策を遂行する制度として財政投融资が存在する。1953年度に初めて策定された財政投融资計画は高度成長期にかけて規模を拡大させ、1990年代までは一般会計予算比でおおむね4割前後で推移してきた。しかし、1990年代後半に財政投融资の規模の「肥大化」に対する批判が高まり、2001年4月から制度が抜本的に改革されるに至った。その後は現在に至るまで規模の縮小が図られている。

では、財政投融资の規模はなぜ「肥大化」してしまったのであろうか？この問いに答えるうえで鍵となるのは、1980年代後半から1990年代にかけてのわが国の経済状況である。この期間にはバブルが発生し、その後このバブルが崩壊して日本経済は「失われた10年」ともいわれる長期的な景気低迷局面に陥った。こうした大きな景況変動と財政投融资制度の経済機能低下の関係について分析することが重要となる。

以上の認識のもと、本稿では、第1に、1980年代後半以降の財政投融资制度を概観し、抜本的な改革が必要とされるに至った背景を明らかにする。第2に、2001年度に始まった財政投融资制度改革の内容を整理し、これまでの成果について評価する。さらに、2007年10月の郵政民営化、2008年10月の政策金融改革の開始を踏まえ、今後に進展する改革の影響を分析することを第3の目的とする。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、第2節で関連する先行研究についてまとめ、財政投融资が果たすべき基本的な経済機能を明らかにする。第3節では、バブルの発生・崩壊を経て、財政投融资の規模が必要とされるより大きくなってしまった背景を分析する。あわせて、規模の肥大化によって生じた諸問題が抜本的な改革の契機となったことを示す。第4節は2001年から始まった財政投融资制度改革の概要と現状における評価にあてる。第

5節では、これから実施される改革として郵政民営化と政策金融改革に焦点をあて、それぞれの改革の進展によって財政投融资制度に新たな問題が生じうることを指摘する。第6節ではこのうち公的金融部門の民営化にともなうわが国資金循環の構造変化が政府債務に及ぼす影響について分析する。続く第7節では、もう1つの問題として、政策金融改革にともなう政府系金融機関融資の規模縮小が地方圏の貸出市場に及ぼす影響について分析し、問題を解決するための施策を検討する。第8節は結語にあてる。

## 2 財政投融资制度の経済機能

### 2.1 財政投融资制度の理論分析

公的部門による金融仲介が正当化される局面として、池尾[1998]は①未発達な金融市場において、市場に代わって効率的な資源配分を行うケース（市場の代替）、②一定の発展を遂げた金融市場において、市場の失敗に起因する資金配分の歪みを是正するケース（市場の補完）の2つをあげている。高度成長期までの財政投融资は①の役割、1980年代以降は②の役割を担ってきたと考えられる。一方で池尾[1998]は「政府の失敗」の可能性についても指摘し、「市場の失敗」の補完機能による便益を「政府の失敗」によるコストが上回る場合には、政府は金融仲介に関与することが正当化されないことを強調している。

市場の失敗を発生させる第1の要因は「非対称情報」の問題である。井上・夏井・宮原[1999]や三井[2000]では、政府系金融機関の直接融資を明示的に定式化した分析を行い、非対称情報下における政府系金融機関の役割を肯定的に評価している。ただし、直接融資と代替的な手法（保証、利子補給など）の効果との相対比較が行われているわけではない<sup>1)</sup>。非対称情報下の政策金融の役割については、望ましい金融仲介の手法の選択も大きな論点となる。ただし、国内外の先行研究を展望した岩本[2001a]、根本[2005]でも指摘されているように、直接融資と間接的手法（保証・利子補給など）のいずれの手段が望ましいかは、直接融資を行う政府系金融機関の行動の定式化

1) Mankiw [1986] や Gale [1990] では、これらの間接的手法が肯定的に評価される。また、Williamson [1994] などでは複数の政策金融手法の効果が比較されている。

にかなり依存する<sup>2)</sup>。

市場の失敗を発生させる第2の大きな理由は「不完全競争」である。貝塚[1981]は当時の競争制限的な規制のもとで民間金融機関の金融仲介にさまざまな非効率性が見受けられたことを指摘したうえで、政府系金融機関の存在を「民業の非効率性に対抗する政策手段」と解釈するアプローチをとっている。このいわゆる「対抗力効果」については、井出・林[1992]、吉野・藤田[1996]、井上[1999]が複占競争モデルによって分析を行い、いずれにおいても政府系金融機関の行動原理を適切に設定すれば、政策金融が経済厚生を改善しうることが示されている。

政府系金融機関だけでなく、社会資本整備を担う公社・公団なども財政投融资の資金の「出口」となってきた。社会資本整備主体としての財政投融资の役割については岩本[1998]によって最適な供給ルールが検討されているが、ここでも池尾[1998]と同様、「ソフトな予算制約」という形での政府の失敗が効率性を歪める可能性が指摘されている。

## 2.2 財政投融资の経済機能を肯定的に評価した実証分析

財政投融资の経済機能は「民間部門向けの政策金融」と「社会資本整備」に大別される。社会資本整備に向けられた財投資金のなかには、公営企業金融公庫（当時）による地方債消化も含まれる。この他、資金運用部（当時）は国債を引き受けており、この資金の一部も社会資本整備の財源になったと考えられる。油井[1994]は1975-89年にかけて公共投資の財源調達に占める財投依存度を推計し、その比率は資金運用部の国債引き受けを含む場合には多いときで4割以上であったとしている。なお、財政投融资が社会資本整備に果たしたインパクトを厳密に評価するには社会資本の経済効果（生産力効果など）を定量的に把握する必要があるが、当該分野の先行研究の紹介は本書第2章「1990年代公共投資政策の評価」、第3節でもなされている。よって以下では政策金融を中心として、その経済効果を肯定的に評価した実証研究を概観する。

2) 政策金融の経済機能に関しては、この他にも山中[1995]や西垣[2003]がサーベイを行っている。

### 量的補完効果

政策金融の役割は、情報の非対称性の程度が大きいため民間金融機関が融資を行うことができない分野（超長期・大型のプロジェクトや中小企業の設備投資など）へ資金を供給することである。このような資金供給には、直接的に借り手の資金制約を緩和する効果（量的補完効果）がある。三井・河内[1995]では設備投資関数と資金供給関数を同時推定し、国民金融公庫（当時）による貸出が中小企業の資金制約を緩和しているという結果を得た。また、井上ほか[2000]による2部上場企業を対象とした同様の手法の分析では、公的貸出の設備投資に対する正のインパクトが確認された。根本・深沼・渡辺[2006]は『企業金融環境実態調査』（2003年、中小企業庁）から1980-2003年に開業した企業を抽出して分析を行い、創業期に政府系金融機関を利用した企業は、民間企業のみから借り入れた企業に比して有意に資産・担保力が脆弱であることを示した。

### 利子軽減効果

政府系金融機関による貸出には、長期プライムレートと同水準かそれより低い金利が適用されている。ゆえに政府系金融機関から融資を受けられた場合、融資を受けられずに同額を民間金融機関から借り入れた場合と比べて企業の利払いが軽減され、この利子軽減分だけ内部資金が増加して設備投資に正のインパクトを及ぼすと考えられる（利子軽減効果）。小椋・吉野[1985]では1960-84年にかけての利子軽減額を業種別に計測し、海運・電力・輸送機械では他の業種より利子軽減効果が高いことを示した。

### 情報生産効果

日向野[1984]は政策金融の「カウベル効果」に着目した。「カウベル効果」とは、ある貸し手が融資を実行するか否かという意思決定そのものが当該企業に対する審査結果を顕示し、他の貸し手が「情報の外部性」を利用してこの審査結果にフリーライドする現象のことを指す。日本開発銀行による融資は民間金融機関との協調融資という形態をとることが多い。日向野[1984]によれば、この協調融資は「民間金融機関が融資先に対する日本開発銀行の審査結果にフリーライドした結果」と解釈される。

堀内・大瀧[1987]はグレンジャーの因果性検定を行い、鉄鋼・農林水産・陸運などの限られた産業でのみ、高度成長期に日本開発銀行の融資が民間金融機関の貸出額を誘発した効果が見られたとしている。堀内・随[1994]は東証第2部上場企業を対象としてイベント・スタディおよび回帰分析を行い、1980年代までに日本開発銀行から融資を受けた企業の多くが、その後設備投資を増加させる傾向にあることを確認した。化学・電気機械産業の企業データを用いた花崎・蜂須賀[1997]によるパネル分析では、日本開発銀行の情報生産効果による投資誘導があったという仮説が1980年代の化学産業について支持されている。安田[2004]は『創業環境に関する実態調査』（2001年、経済産業省・中小企業庁）の個票データを用いた分析を行い、創業時に公的機関の資金を利用した者は非利用者と比べて有意に創業規模が大きくなることを確認した。この結果から、創業時の企業に対する政策金融の発動が、他の投資家の資金を取り込むうえで有効であることが示唆される。

財政投融资の経済機能を肯定的に評価した実証分析について見ると、安田[2004]や根本・深沼・渡部[2006]を除くと、1990年代前半までが分析対象とされたものが多い。しかし、1990年代後半になると財政投融资制度のさまざまな問題が指摘されるようになり、財政投融资制度の経済機能の低下を示唆する分析も増えた。これらについては、第3.4項で1990年代後半の財政投融资制度の状況を概観する際に言及することとしたい。

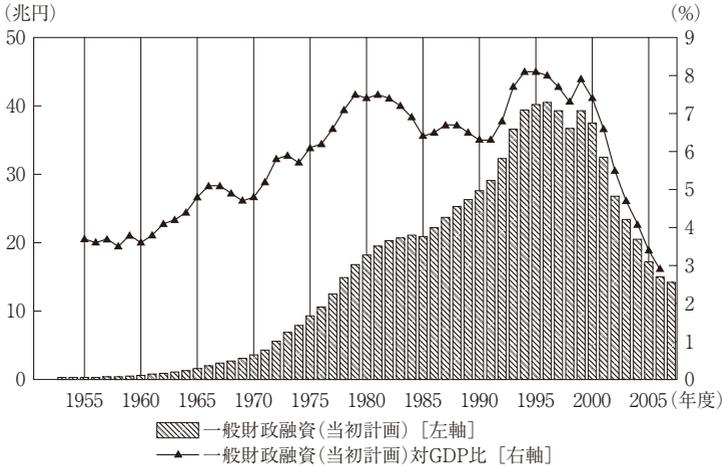
### 3 1980年代後半から1990年代にかけての財政投融资の状況

#### 3.1 財政投融资計画の規模の推移

図表14-1には、制度導入以降の財政投融资計画額（当初計画ベース）の推移が示されている。財政投融资計画の規模は1980年代半ばまではおおむね拡大基調にあったことがわかる。その後、バブル期にはGDPが大幅に増加したために相対規模が横ばいとなったものの、バブルの崩壊にともなって再びその規模を拡大させている。

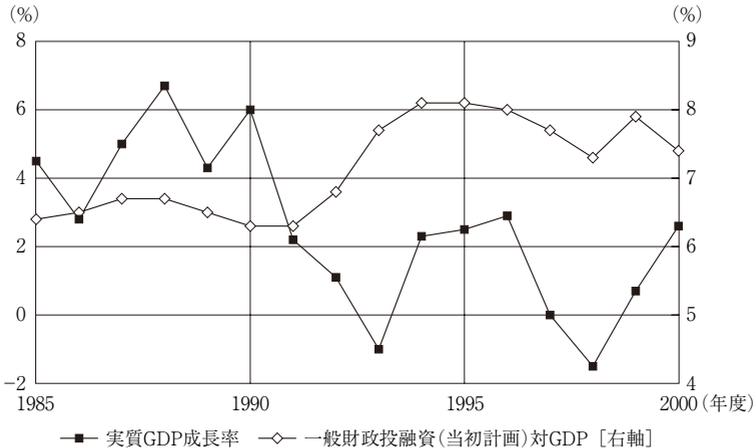
図表14-2には、1980年代後半から1990年代の実質GDP成長率と財政投融资計画の対GDP比が比較されている。この図を見ると、バブル崩壊直後の財政投融资計画の規模の拡大には景気対策としての側面があったことが示

図表 14-1 財政投融资計画の規模の推移



出所) 財務総合政策研究所『財政金融統計月報 財政投融资特集』各年度版。  
 注) 1. 1987年度以降の財政投融资計画額は資金運用事業を除いた一般財政投融资分である。  
 2. 名目GDPは1993年度までは68SNA基準、1994年度以降は93SNA基準の値を用いた。

図表 14-2 実質GDP成長率と財政投融资計画の相対規模



出所) 財務総合政策研究所『財政金融統計月報 財政投融资特集』各年度版。  
 内閣府経済社会総合研究所『国民経済計算年報』。  
 注) 1. 1987年度以降の財政投融资計画額は資金運用事業を除いた一般財政投融资分である。  
 2. 実質GDP成長率は1980年度までは68SNA、1994年度までは93SNA(平成7年基準)、それ以降は93SNA(平成12年基準、連鎖方式)の値を用いた。

峻される。もっとも、1990年代中ごろの一時的な景気回復期においても財政投融资の相対規模がそれほど縮小してない。

### 3.2 1990年代の財投資金の「入口」の状況

改革前の財政投融资制度では、郵便貯金や公的年金の積立金に旧大蔵省資金運用部への全額預託義務が課されていた。したがって、郵便貯金や公的年金を通じて家計部門から吸収される資金が増加すれば、必要とされる事業の規模とは無関係に財政投融资の規模は拡大する仕組みだった。

郵便貯金は家計にとって魅力的な商品性を有していた。まず、流動性預金について見ると、郵便貯金の通常貯金の方が民間金融機関の普通預金よりも高い金利を設定していた<sup>3)</sup>。他方、定期性預金については両者に金利差は認められないものの<sup>4)</sup>、郵便貯金の主力商品である定額貯金は、最長10年間にわたって固定金利が適用される。加えて、預け入れ6カ月後からは引き出しが自由である。定額貯金にはこのような「プット・オプション性」(高橋[1998])があるため、たとえば、低金利時に預け入れた定額貯金を金利上昇期にコストをかけずに解約し、より高金利の金融商品で運用できる<sup>5)</sup>。

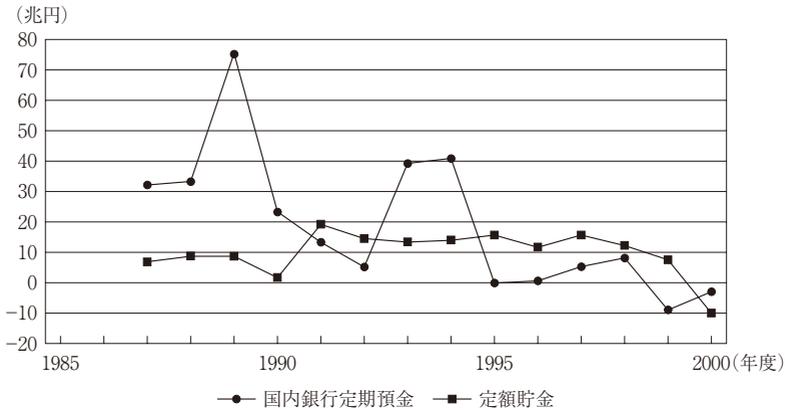
図表14-3には、バブル期から1990年代にかけての定額貯金と国内銀行の定期性預金の対前年度比純増分の変動が示されている。金利が上昇局面にあったバブル期後半には国内銀行の定期預金の純増額が定額貯金を上回っている。しかし、バブル崩壊後に日本銀行が金融を緩和し、預金金利が下落基調に転じた1991-92年度には定額貯金の純増分が国内銀行の定期預金を逆転した。これがいわゆる「郵貯シフト」と呼ばれる現象である。金利がいった

3) 普通預金が決済に利用されるのに対し、当時の通常貯金は決済用ではなかった。金利差は決済サービス提供にかかるコストの有無と解釈することもできる。なお、1994年10月には通常貯金金利が完全に自由化され、通常貯金の決済性も高まったが、その後も通常貯金金利は普通預金を若干上回って推移した。

4) 1973年以降の2年物定期預金金利と3年超定額貯金の金利を比較した場合(金利自由化以前)である。なお、1993年6月に定額貯金金利が完全に自由化されてからは、長短金利が順イールドの場合は民間3年預金金利の0.95倍程度、逆イールドの場合は「10年物国債表面金利-0.5%」程度が目安となっている。

5) なお、簡易生命保険は医師による健康状態の診査なしに加入できる。これも民間生命保険会社の商品にはない魅力である。簡易生命保険の積立金は預託義務の対象外であるが、財政投融资に資金の一部を供給していた(財投協力)。よって、間接的には簡易生命保険の商品性も財政投融资の規模拡大に影響を及ぼしたと考えられる。

図表 14-3 定額貯金と国内銀行定期預金の残高純増分の推移



出所) 『経済金融統計月報』(日本銀行)、独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構の公表統計。

ん下げ止まった1993年度後半から1994年度にかけては国内銀行の定期預金の純増分がもち直したものの、いわゆる超低金利となった1995年度以降は1999年度まで再び定額貯金の純増分が国内銀行の定期預金を上回るようになった。このように1990年代のほとんどの時期において、家計部門は国内銀行の定期預金よりも定額貯金を選好していた。

一方、公的年金積立金については、1990年代までは人口の高齢化はそれほど進んでおらず、保険料収入が年金給付額を上回っていた。このため公的年金の積立金残高も一貫して増加基調にあった。1990年代に財政投融资の規模が拡大した背後では、このように郵便貯金や公的年金積立金によって家計部門から吸収される資金が増加していたのである。

### 3.3 経済の発展・成熟と財政投融资の対象分野の縮小

戦後復興期や高度成長期にかけての日本ではインフラストラクチャーの整備が大きな課題であった。しかし、第1次石油危機が発生するまでは一般会計でおおむね均衡予算が維持されていたため、社会資本整備の原資を一般会計に求めることは難しかった。こうした経緯から、わが国では社会資本整備に財政投融资の資金が積極的に活用されてきた。しかし、1970年代後半から建設国債の発行が増加し、公共事業が一般会計によって赤字ファイナンス

されるようになった。また、この間に社会資本ストックの蓄積も進み、社会資本整備の財源調達を財政投融资に依存する必要性は以前よりも低下していった。

一方、経済が発展・成熟するにつれて金融市場の資源配分機能も次第に高まり、「市場の失敗」が生じる余地は以前よりも縮小した。たとえば、デリバティブによって変動金利と固定金利をスワップできるようになれば、民間金融機関でも長期固定金利の貸出を行える。加えて、資金調達に際しての金利や満期の設定に関する規制の緩和が進めば、民間金融機関はより長期固定金利貸出に進出しやすくなる。この結果、政府系金融機関がこれまでと同じ規模で長期固定金利貸出を行う必要性は低下していった。

1980年代後半のバブルの発生は、民間金融機関、とくに都市銀行の貸出行動に大きな影響を及ぼした。バブル期には株価が急騰し、大企業を中心としてエクイティ・ファイナンスの規模が拡大した（いわゆる「銀行離れ」）。この結果、都市銀行はこれまでリスクが高すぎるために消極的だった個人向け住宅ローンや中小企業向け貸出に進出するようになった。これらはいずれも政策金融が重要な役割を果たしてきた分野である。このうち中小企業向け貸出については、バブル崩壊後の信用リスクの急激な高まりを受け、1990年代になると民間金融機関の貸出姿勢は一転して厳しくなった。その意味では、政策金融が景気調整機能を果たす余地は依然として残されていたといえる。しかし、他方で民間金融機関の個人向け住宅ローン分野への進出はより積極化した。これは、1993年度から導入されたBISの自己資本比率規制で個人向け住宅ローンに低いリスク・ウェイト（50%）が適用されたことも背景にある。すなわち、個人向け住宅ローンに関しては政策金融が市場の補完機能を果たす余地はさらに低下したのである。

### 3.4 財政投融资の規模肥大化

これまで見てきたように、郵便貯金や公的年金を通じた資金流入の増加により、財政投融资の規模はとりわけ1990年代に入って景気循環とは無関係に拡大を続けた。しかし、その一方で、不況期における「景気調整機能」を例外とすれば、財政投融资の対象となりうる分野は着実に縮小していた。ここに生じた必要額と流入額のギャップの拡大、換言すれば財政投融资の規模

の「肥大化」が、1990年代後半からさまざまな問題を表面化させることになった。代表的なものとして、「市場の金利メカニズムの歪み」・「資源配分機能の低下と事業運営の非効率化」・「民業の圧迫」・「政府の財政規律の弛緩」・「過度な所得再分配」の5つの問題があげられる<sup>6)</sup>。

### 市場の金利メカニズムの歪み

財政投融资の金利体系は市場原理との調和を欠いていた。たとえば、郵便貯金や公的年金が資金運用部に預託するにあたっては上乗せ金利が適用された。また、政府系金融機関の融資条件は政策的な見地から決定され、最終的な金利は市場実勢より低かった。こうした低利融資は一般会計からの利子補給や出資金などの補填があって初めて維持されるものであった。財政投融资制度による市場原理と乖離した資金仲介は、その規模の巨大さゆえに市場全体の金利決定に歪みを生じさせることが懸念された。

### 資源配分機能の低下と事業運営の非効率化

財政投融资の資源配分機能の必要性が低下していたにもかかわらず、各財投機関に大量の資金が供給されたことから、財政投融资の資源配分改善効果は次第に低下していった。中小企業向け設備資金融資や住宅金融公庫による個人向け住宅ローンの経済効果に関する実証分析を行った吉野・中田[2002a, 2002b]では、1980年代と1990年代を比較すると1990年代は設備投資や住宅投資の刺激効果が低下したことが示されている。

加えて、財投事業にかかる支出が料金収入や金利収入を上回った場合、当該財投機関には一般会計から収支の差額分が補助金・出資金として補填される。これがいわゆる「ソフトな予算制約」の問題を発生させ、財投機関の事業運営の効率性をさらに低下させることが懸念された。さらに、こうした問題を外部から指摘しようとしても、当時の特殊法人の会計基準は民間企業の会計基準と乖離していたため、財政投融资の事業選択および組織運営の実態

---

6) 財政投融资制度の経済機能が1990年代後半に低下したという見解には反論もある。高橋[1998]は、当時の財政投融资に向けられていた、①市場原理との非調和、②リスク隠蔽（情報非開示）、③非効率などの批判が必ずしもあてはまらないと主張している。とくに郵便貯金については、金利設定さえ合理的であれば、当時においては金融理論の先端をいくブット・オプション商品だったと指摘している。

を詳細に把握することは難しかった。

### 民業の圧迫

肥大化した財投資金は市場の補完機能を逸脱し、次第に民間部門でも対応可能な分野に供給されるようになった。この典型が住宅ローンである。バブルの崩壊以降の民間金融機関は、すでに述べたような背景から個人向けの超長期貸出住宅ローンの供給を積極化させた。しかし、住宅ローン市場を取り巻く環境が大きく変化したにもかかわらず、住宅金融公庫（当時）による住宅資金貸付は拡大を続けた。吉野・中田[2002b]では都市銀行の住宅ローンに関する新規貸出供給関数と新規借入需要関数を同時推定し、1990年代後半に公庫貸付が都市銀行の住宅ローンをクラウドアウトしていたことが示されている。住宅金融公庫貸付の「超長期・固定金利・低利」という有利な融資条件が一般会計からの補助金に支えられていたこともあり、民間金融機関から「民業圧迫」批判が高まることになった。

### 政府の財政規律の弛緩

資金運用部（当時）は財投資金の一部で公債を引き受けていた。したがって、肥大化した財投資金の一部は政府債務の消化にも充てられることになった。これは、公的部門の債務が公的部門内部で消化されることを意味し、結果として中央政府に対して負債による規律づけが働きにくくなる構造が生まれた。また、政府系金融機関の1つである地方公営企業金融公庫（当時）は財投資金を原資に地方債を消化していた。しかし、土居[2001,2007]や富田[2007]でも指摘されるように、総務省ないしは県が地方債の起債を許可した時点で、地方公営企業金融公庫自体は借り手を審査することなく貸付が実行される仕組みとなっていた。よって、個々の地方公共団体の信用リスクが貸付条件に反映されることもなく、この意味でも政府部門の財政規律の弛緩が助長された。

### 過度な所得再分配

財投機関には、収支の差額分を埋め合わせるために一般会計から補助金や出資金が投入されている。この補助金や出資金の機会費用に相当する額は、

国税納付者から財政投融资の受益者への所得移転と解釈できる。財政投融资制度が財政政策の一部を担っている以上ある程度の所得再分配が発生することは避けられない。しかし、財政投融资の肥大化部分に端を発する所得移転については不必要なものである。たとえば、ソフトな予算制約によって財投機関の事業効率性が低下し、一般会計からの補助金の投入額が増加した場合がこれにあたる。また、民業圧迫という社会的なコストを発生させてまで、低利融資を維持するために政府系金融機関への過度な利子補給を行うことは正当化されない。

## 4 財政投融资制度の抜本的な改革

### 4.1 資金調達の様子の改革

財政投融资の規模を適切に制御する試みはすでに1980年代後半から部分的に行われていた。具体的には、1988年から郵便貯金に「金融自由化対策特別勘定」が設立され、一部資金の市場運用が始まった。同様に、簡易保険の積立金についても資金の一部が「単独運用指定金銭信託」(指定単)で運用されるようになった<sup>7)</sup>。これらはいずれも「入口」部分から吸収された資金を財政投融资の事業以外に運用することを意図していた。しかし、その運用規模は小さく、2000年度の金融自由化対策特別勘定の規模(約58兆円)は当時の預託金残高の13%程度にすぎなかった。

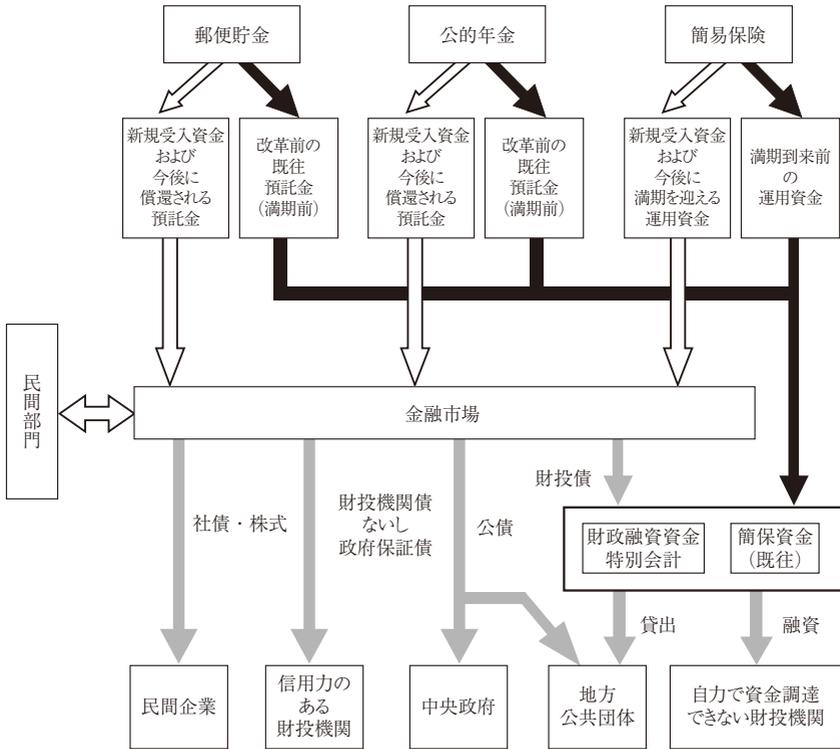
財政投融资への肥大化批判が高まると、1997年2月に大蔵大臣と郵政大臣(いずれも当時)の諮問機関として資金運用審議会懇談会が設置され、同年11月には「財政投融资の抜本的な改革について」がとりまとめられた。この内容が反映されるかたちで、2001年4月に「資金運用部資金法等の一部を改正する法律案」が施行された。図表14-4には、改正後の財政投融资制度の概要が整理されている。

新制度では、郵便貯金と公的年金の積立金に対する新規資金の預託義務が廃止された。郵便貯金と公的年金は新規受入分に加え、既往の預託金のうち満期到来によって償還されたものについては原則として市場で自主運用する

---

7) 同様に、年金福祉事業団も一部資金の市場運用を開始した(年金財源強化事業)。

図表 14-4 改革後（2001 年度から）の財政投融資制度



出所) 『財政投融資レポート』(財務省)をもとに筆者作成。

注) 1. 産業投資特別会計の表記は省略した。

2. この他に郵便貯金、簡易保険が地方公共団体に直接貸付を行っている。

ことになった。同様に、簡易保険による「財投協力」の解消も決まった。他方で、公社・公団や政府系金融機関の資金調達方法も改められた。まず、資金運用部の廃止にともなって財政融資資金（特別会計）が設立され、既存の預託金と資産（国債や財政投融資機関への貸出金など）を継承するとともに「財投債（財政融資資金特別会計国債）」を発行して新規資金を調達することになった。そして、各財政投融資機関の事業資金は財政融資資金からの借入金によってファイナンスされることとなった。ただし、信用力の高い財投機関については単独で「財投機関債」を発行し、可能なかぎり市中からの資金調達をめざすことになった。なお、必要に応じて政府から信用補完を受ける

こともできる（政府保証債の発行）。この新しい財投制度のもとでは、郵便貯金や簡易生命保険が金融市場で財投債や財投機関債、政府保証債を購入することによって初めて財政投融资（最終的には各財政投融资機関）に資金が供給されることになる。これは、郵便貯金や公的年金等の資金が自動的に流入する仕組みが消滅し、事業の必要性に応じて資金調達量を制御できるようになったことを意味する。

また、旧制度では、郵便貯金や公的年金等が資金運用部に預託する際の満期7年以上の預託金利は10年物利付国債の表面金利に連動して決まっていた。このため、10年未満の預託金については預託金利が市場金利を上回っていた。加えて、低金利時には郵便貯金や公的年金に対して上乗せ金利が適用されていた。しかし、新制度のもとで発行される財投債は市場では普通国債と無差別に扱われる。よって、郵便貯金や公的年金が財投債の購入を通じて財政投融资に資金を供給した場合、その収益率は年限に応じた市場金利と同じになる。財政融資資金が各財投機関に融資をする際の金利についても、これまでは貸付期間にかかわらず金利は一定であったが、制度改正後は貸付期間に応じて国債金利を基準に異なる金利が適用されることになった。

ところで、自主運用開始後の郵便貯金や公的年金、さらには簡易生命保険が財投債の購入を抑制すると、新規事業の実施だけでなく、既往の財政投融资事業の継続も困難になる。なぜなら、たとえば住宅金融公庫が個人向けに提供する住宅ローンは融資期間が30年を超えるが、他方で、これまで貸出原資となっていた預託金は満期がたかだか7年程度であり、借入をロールオーバーする必要があるからだ。そこで、2001年度以降の7年間は「経過措置期間」と定められ、郵貯や公的年金が相応の財投債を直接引き受けることになった。同様に、簡易保険も財投債の直接引き受けに協力した。

## 4.2 事業運営の透明性を向上させるための改革

財政投融资の事業運営の効率性を高めるため、すでに不要であることが明らかになった事業が整理されるとともに、これから不要になる事業が現れた場合に備えて事前のチェック体制が確立された。

## 財政投融资の事業対象の見直し

2001年12月には、すべての特殊法人の事業について廃止・民営化等を含む組織形態の見直しを検討した「特殊法人等整理合理化計画」が閣議決定された。この時点では163の特殊法人・認可法人が存在していたが、2004年度末までに16法人が廃止、36法人が民営化、39法人が独立行政法人化され、45法人が共済組合として整理された。民営化された特殊法人には、日本道路公団・新東京国際空港公団・帝都高速度交通営団などが含まれる。

## 公会計の改革

従来、公社・公団・政府系金融機関などを含む「特殊法人等」の会計は、財政制度審議会・公企業会計小委員会がとりまとめた「特殊法人等会計基準」（1987年10月）によっていた。他方、「独立行政法人」の会計は、独立行政法人会計基準研究会（総務大臣開催）によって1990年12月に策定された会計基準によっていた。このうち独立行政法人の会計は中央省庁改革で見直しが図られ、中央省庁等改革基本法第38条第3号（1998年）と独立行政法人通則法第37条（1999年）において、原則として企業会計によるものと決まった。

この後、特殊法人等の改革も本格化し、前述の「特殊法人等整理合理化計画」のなかで特殊法人等の新しい組織形態のあり方の1つに「独立行政法人化」があげられた。こうした経緯から、財政制度審議会・公企業会計小委員会および独立行政法人会計基準研究会が合同でワーキンググループを立ち上げ、2001年6月に新しい特殊法人等にかかる新しい会計基準を発表した<sup>8)</sup>。特殊法人等は従来の公会計ベースの財務諸表とは別に「行政コスト計算書」を作成し、これに民間企業仮定財務諸表（貸借対照表・損益計算書・キャッシュフロー計算書・利益処分計算書）を添付する方針が定まった。行政コストは2つの要素から構成される。第1が、民間企業仮定の損益計算書から算出された費用相当額から国庫補助金の給付対象外の収入を差し引いた金額であり、第2が出資金等の機会費用である。この公会計基準の改革によって従来の公会計では見えにくかった国民負担が明示され、特殊法人等の事業運営

8) 2003年3月には独立行政法人会計基準も改訂された。

の効率性をより評価しやすくなった。

### 政策コスト分析

1999年度から5機関（住宅金融公庫、国民金融公庫、日本輸出入銀行、日本道路公団、中部国際空港）に対して政策コスト分析が導入されていたが、2001年度からは財政投融资の対象となるすべての独立行政法人等が政策コスト分析の結果の公表を始めた。行政コストが、すでに終了した単年度において当該機関に投入された補助金や出資金の機会費用等の合計であるのに対し、政策コスト分析では、当該年に実施したすべての事業が終了するまでの複数年度にわたるコストの総額（の割引現在価値）である点が異なる。政策コストの算出には将来値が必要となるため、金利や提供するサービスの需要量等については過去の実績等を用いて予測値を算出される。この際に数値の設定に恣意性が生じる懸念を払拭するため、近年では政策コスト分析の手法も高度化し、①投入時点別政策コスト内訳、②経年比較分析、③発生要因別分析、④感応度別分析等が行われるようになってきている<sup>9)</sup>。政策コスト分析は財政投融资事業の効率性を評価する中心的な手段となりつつある。

### 財投機関債

財投機関債も、市場からの規律づけによる事業内容の透明性向上を狙って導入された制度である。しかし、特殊法人等の倒産ルールが明確に規定されていないために市場で決定される金利水準にはいわゆる「暗黙の政府保証」が加味され、各財政投融资機関の財務内容が発行条件に反映されていないのが実情である。また、政策コストのみで判断するかぎり、(国債と同等の)財投債によって資金調達した方が低コストになる。こうした問題もあり、財投機関債は当初意図された機能を果たしているとはいえない。

9) 各分析の特徴は以下のとおりである。1) 感応度別分析、前提条件を変化させた（金利1%上昇、事業収入の10%減少など）場合の政策コストの変化を見る。2) 経年比較分析、割引に用いる金利を調整したり（例、前年度と金利条件をそろえる）、前年度の政策コストについて次年度以降のみを抽出するなどして経年比較を可能にする。3) 投入時点別政策コスト内訳、分析期首までに投入された出資金の機会費用と分析期間中に新規投入される出資金・補助金の政策コストを分割して表示する。4) 発生要因別分析（融資系機関に限定）、政策コストの要因を、繰上償還・貸し倒れ・その他（利鞘など）に分解する。

### 4.3 公的住宅金融制度の変革

「特殊法人整理合理計画」（2001年12月）において、政府系金融機関のなかでは住宅金融公庫だけが「5年以内に廃止する」旨が明記された。住宅金融公庫の融資戸数枠は2002年度から削減され、融資上限額も住宅取得価格の50%（年収800万円以上の場合）に引き下げられた。他方で、勤労者層の住宅取得を支援するために民間金融機関との協調融資制度が導入された。さらに、住宅金融公庫は2007年4月から民間住宅債権の証券化支援業務に特化する「独立行政法人住宅金融支援機構」に改組された。

このモデルとなったのが米国の住宅金融システムである。個々の貸出の実施段階で審査が適切に行われるかぎり、住宅ローンは証券化に適した資産といえる<sup>10)</sup>。プールされた多数の住宅ローンを裏づけとするモーゲージ担保証券（MBS：Mortgage Backed Securities）を発行することで大数の法則に基づいたりリスク分散が可能になる。米国では1970年代からMBSの発行が始まっており、FNMA（連邦抵当金庫：Federal National Mortgage Association）やFHLMC（連邦住宅貸付公社：Federal Home Loan Mortgage Corporation）、GNMA（政府抵当金庫：Government National Mortgage Association）といった政府支援企業がMBSの買い取りや保証を通じて民間住宅ローンの証券化を支援してきた。住宅金融支援機構は直接融資から撤退し、米国型のスキームをとることで、民間金融機関の住宅資金貸出の補完に徹し、「民業圧迫」を回避することを目指している。

住宅金融公庫は廃止・改組される以前から一部の例外（低所得者、身体障害者、高齢者向け融資など）を除いて新規貸出を停止し、民間住宅債権の証券化支援業務に取り組んできた。スキームの導入時点では日本にモーゲージ債券市場が存在していなかったため、住宅金融公庫はまず2001年3月に公庫自身の新規融資を証券化した債券（いわゆる公庫MBS）の発行から始めた。2004年1月の第14回目の発行からは、民間金融機関から買い取った住宅債権を含めてMBSを発行するようになった。これにより民間金融機関は、

10) 2008年に米国で深刻化し、欧州をはじめ世界中に影響が波及したSub Prime Loan問題は、(1)モーゲージ証券を構成する住宅ローンの審査が甘かったために景気後退にともなって大量の貸し倒れが発生したこと、(2)証券化商品のリスクを格付機関が適切に評価できなかったことが主な要因といえる。

住宅金融公庫による買い取りを前提として超長期（35年）の固定金利融資を個人に提供できるようになった（通称「フラット35」）。

2005年8月からは（新規貸出ではなく）既往の公庫融資を裏づけとしたMBS（S種債券）も発行されている。これは、MBS市場の拡大というねらいも含まれるものの、本来の目的は別のところにある。住宅金融公庫では貸出先の個人が繰上償還を行うことを費用なしで認めていた一方、住宅金融公庫が資金運用部（改革後は財政融資資金特別会計）に対して繰上償還を行うことは認められていなかった。このため、近年の低金利で個人部門が公庫融資から民間住宅ローンへの借り換えを進めるなか、住宅金融公庫は高金利で調達した資金を現状の低金利下で再運用することを余儀なくされていた。加えて、景気対策時に実施された住宅金融公庫融資（「スーパーゆとり償還」など）の延滞が増加した。これによって1990年代後半から収支が顕著に悪化し、一般会計から多額の補填が必要になった。そこで、財務を改善するために住宅金融公庫は2005年7月から補償金なしで財政融資資金へ繰上償還することが認められた。S種債券はその償還財源を確保する目的で発行されている。

#### 4.4 財政投融資制度改革のこれまでの成果

改革が進み、近年の財政投融資計画の規模は着実に縮小している。図表14-1に示したとおり、ピーク時にはおよそ40兆円の規模があったが、近年はその4割弱の15兆円程度である。なお、これには廃止・改組が決定した後の住宅金融公庫の直接融資の縮小が大きく寄与している。フローでの規模縮小を反映し、ストックベースでも2000年度に325兆円あった財政投融資の計画残高が2007年度には222兆円にまで縮小されている（資金運用事業を含まない一般財政投融資ベース）。また、組織面においても、すでに述べたように、特殊法人の整理合理化が進んだ。

財投事業の効率性を改善するうえでは、行政コスト計算書、民間企業仮定財務諸表、政策コスト分析をベースとした学界での研究成果も貢献したと考えられる。Doi and Hoshi[2003]では、行政コスト計算書をもとにしつつ、その問題点を指摘しながら2000年度末における特殊法人等（地方公共団体を除き、公営企業金融公庫を含む）の財務分析を行っている。その結果、財

政投融资機関の損失（債務超過額および失われた政府出資金）が巨額に上ることを示し、これらが将来的な国民負担となることに警告を發した。損失額の算出方法に関してはその後高橋[2003]との間で論争となったが、目に見える形で政投事業の非効率性が明らかにされたという点で一連の論争は意義深い。こうしたなかで財務省による財政投融资の財務改善に向けた取り組みも積極化し、その進展状況は財政制度等審議会の財政投融资分科会から「財政投融资改革の総点検について」（2004年10月）、「財政投融资改革の総点検フォローアップ」（2005年12月）として情報開示されるようになった。

これまで見てきたように、1990年代後半に顕在化した財政投融资の規模の肥大化による(1)市場の金利メカニズムの歪み、(2)民業の圧迫、(3)事業運営の非効率化の諸問題については、改革の進展にともなって解決される方向にある<sup>11)</sup>。もちろん、今後は成果を上げるスピードをより速めていくことが重要であるが、改革そのものに対しては一定の評価を与えることができる。

## 5 新たな段階に入った財政投融资制度改革

2007年10月から郵政民営化、2008年10月からの政策金融改革が始まっている。この2つの改革はこれまでの財政投融资制度の枠組みをさらに大きく変化させるものである。

### 5.1 郵政民営化

郵政民営化の基本方針は2004年9月10日に閣議決定され、2005年4月27日には郵政民営化関連6法案（以下、郵政民営化法案）が第162回国会に提出された。この法案はいったん参議院で否決されたものの、若干の修正のうえで2005年秋の第163回特別国会で成立した。法案に則って2007年10月にゆうちょ銀行とかんぽ生命が設立された。民営化会社は納税義務を負い、民間金融機関と同じ規制・監督に服し、預金保険機構や生命保険契約

11) 改革開始から5年以上が経過したことにより、近年ではこれまでの改革の成果をレビューする試みが富田[2007]や高橋[2007]によってなされている。前者は財政制度等審議会財政投融资制度分科会の委員として、後者は官僚として一連の改革に携わった立場から、それぞれ改革の背景および内容を整理し、これまでの成果を点検・評価したうえで今後の方向性が展望されている。

者保護機構に加入して民間金融機関と同水準のセーフティ・ネットを提供する。これにともない、新規受入分には政府保証がつかなくなった。ただし、郵便貯金・郵便保険とも従来の受入限度額（1000万円）が継続される。郵便貯金・郵便保険の販売は郵便局株式会社へ委託され、これまでどおり郵便局の窓口で提供される。なお、ゆうちょ銀行は民営化後も当面のところ定額貯金の取り扱いを認められている。

資金運用について見ると、民営化前に受け入れた「旧契約分」の定額貯金には政府保証が継続され、制度上は独立行政法人の郵便貯金・簡易生命保険管理機構（以下、管理機構）が管理する。旧契約分についてはゆうちょ銀行やかんぽ生命に運用が委託されるが、政府保証つきであることからその運用手段は公債等に限定される。他方、民営化後に新規に吸収した資金については、ゆうちょ銀行ないしかんぽ生命が自由に運用できる。もちろん、有価証券を購入して民間部門に資金を供給することも可能である<sup>12)</sup>。また、民営化当初は民間部門への融資業務は認められていないものの<sup>13)</sup>、その後10年をかけて業務規制は緩和され、その間に融資業務にも参入できるようになる見通しである（2009年8月現在）。

## 5.2 政策金融改革

2005年11月29日、経済財政諮問会議で「政策金融改革の基本方針」がまとめられ、今後の政策金融の機能は、①中小零細企業・個人の資金調達支援、②国策上重要な海外資源確保、国際競争力確保に不可欠な金融、③（政策金融と援助機能を併せもつ）円借款の3つに限定されることになった。2007年には関連法が国会で成立し、2008年10月から再編が始まっている。具体的には、第1に、日本政策投資銀行と商工組合中央金庫が株式会社化された。今後は5-7年かけて政府出資をゼロ（完全民営化）にする予定である。第2に、公営企業金融公庫は廃止され、その役割は地方自治体が共同出資して設立する地方公営企業等金融機構に継承された。第3に、国民生活金融公

12) 会社による経営のもとでも株式や社債の購入は可能であったが、原資が政府保証をつけて原資を調達していることから、『中期経営計画』においては社債・株式等での運用比率を自主規制していた。

13) ただし、預金者・保険契約者・地方公共団体への貸付は民営化当初より認められる。

庫，中小企業金融公庫，農林漁業金融公庫，沖縄振興開発金融公庫，（貿易投資金融を除く）国際協力開発銀行は「日本政策金融公庫」として1機関に統合された。

政策金融全体の規模については，2008年度までに貸出残高の対GDP比を対2004年度比半減させる方針が掲げられているが，この目標は株式会社化・廃止された3機関の残高減少分だけで実質的に達成できる見通しである。よって，将来的には，統合後の撤退が明記された旧国民生活金融公庫による教育貸付（2004年度末で貸付金残高の11.6%）や旧中小企業金融公庫による一般貸付（同13.9%）はもちろんのこと，現時点では「定期的に必要性を見直す」旨が述べられているだけの旧中小企業金融公庫の特別貸付についてもその規模を見直していくことになろう。加えて，資金供給の手法についても見直しの方針が示され，日本政策金融公庫は従来の直接融資に偏った状況を改め，今後はできるだけ部分保証・証券化・間接融資等といった「間接的手法」を活用することを目指す。

### 5.3 財投改革の進展にもなって表面化した新たな問題

わが国では財政投融资制度が改革される前から資金運用部が大量の公債を保有していた。改革後も2006年度までは日本郵政公社が公債保有中心のポートフォリオを組んできた。しかし，民営化を契機にゆうちょ銀行やかんぽ生命が民間部門への資金供給を増やせば，これまで保有していた公債が市中に放出される。公債が政府によって償却されないかぎり，これらは結局のところ民間部門によって保有されることになる。ただし，民間部門は公的部門よりも金利感応的な資金運用をすると考えられるので，このとき公債利回りの上昇が不可避であろう。その意味で「官から民へ」の資金シフトは財政に無視できない悪影響を及ぼす。これが財政投融资制度の改革進展にもなって新たに表面化した第1の問題である。

一方，政策金融の役割は市場の補完にある。従来の理論分析によれば，非対称情報に起因する市場の失敗の補完は信用保証や間接融資でも可能である一方，不完全競争がもたらす市場の失敗の是正には直接融資という手法が意味をもつ。しかし，近年は補完すべき対象として不完全競争に起因する市場の失敗が強調されることは少なく，非対称情報に起因する信用割当を緩和す

る役割が重視されてきた。この背景としては、(1)1980年代から金融自由化が本格化し、競争制限的な規制の緩和が進んだこと、(2)すでに住宅金融のケースで検証したように、直接融資は「民業圧迫」を引き起こす懸念があることなどがあげられる。しかし、貸出金利の地域間格差の要因を分析した Kano and Tsutsui[2003]によれば、信用リスクの差異を制御したうえでも、貸出市場の集中度が高い地域ほど貸出金利が統計的に有意に高くなる。つまり、地域によっては金融自由化後も不完全競争による市場の失敗が発生している。こうした状況が直近においても解消されていないとすれば、政府系金融機関融資の今後の規模縮小によって、地方部ではむしろ貸出市場の寡占が進行する懸念も生まれる。これが財政投融资制度の改革進展にともなって新たに表面化した第2の問題である。

第6節および第7節では、これらの2つの問題について詳しく分析していこう。

## 6 郵便貯金の民営化と政府債務

### 6.1 わが国政府債務の現状

2009年3月末現在、国および地方の長期債務残高の合計は約770兆円に達しており、これは対名目GDP比154.8%に相当する。平成16年年金制度改革では基礎年金の国庫負担割合を2009年度までに2分の1に引き上げるとされており、今後は社会保障関連の国の支出がさらに増加していくことは避けられない。このように厳しい状況が展望されるなか、わが国政府は今後も国債残高を発散させることなく財政を運営していくことが可能であろうか。

わが国にはすでに多数の政府債務の持続可能性に関する実証研究が存在する。これらの結果を整理すると、Ihori, Nakazato, and Kawade[2003]や土居・中里[2004]をはじめとして、2000年以前までが標本期間とされた先行研究では政府債務の持続可能性に関して否定的な見解が示されたものが多い。他方、2003年第1四半期までを標本とする宮尾[2005]や2007年度までの年度系列を用いた中田[2008]では、共和分検定(Ahmed and Regers[1995]ほか)により政府債務(いずれも一般会計)の持続可能性を支持する結果が得られている。2000年度以降は国債利回りが一貫して低位で安定している。これ

によって利払費が抑制されていることが、検定の結果に影響しているものと思われる。

国債利回りの低位安定の背景としては、まず、いわゆる「失われた10年」から続く民間金融機関のリスク回避的な資金運用があげられる。BIS規制をクリアする必要もあり、民間金融機関は民間企業向けの資金供給を抑える一方で公債を大量に保有してきた。これに加え、国内での超低金利政策、世界的な資金余剰を反映した欧米での低金利も、国債利回りが低位で安定する要因となった。それとともにきわめて重要なのは、すでに述べたように公的金融部門が大量の公債を安定的に消化してきたことである。公的部門が政府債務を保有するいわば「両建て」的な構造は決して望ましいものではないが、政府債務を安定的に消化していくうえで公的金融部門の資金が不可欠となっていることは否定の余地がない。

2008年9月現在、米国でのサブプライム問題をきっかけとして世界経済は低迷の兆しを見せ始めており、今後の日本の民間金融機関の資金運用については不透明な部分も多い。一方で、2007年10月から始まった郵政民営化の進展がわが国政府債務消化に及ぼす影響についてはある程度の見通しが立つ。具体的には、現状における政府債務保有中心のポートフォリオから、より民間部門向けの資金供給（貸出など）を組み込んだポートフォリオに変化していくことが予想される。

もちろん、資金の効率的な配分という見地からは、こうした「官から民へ」の資金の流れのシフトは歓迎すべきものである。しかし、政府債務の償還が進むか、新たに海外部門が公債を保有しないかぎり、これまでゆうちょ銀行やかんぽ生命が保有していた公債は他の国内部門によって保有されねばならない。短中期的にはそのどちらも期待しにくい状況にあることから、池尾・後藤[2005]は郵政民営化によって即座に「官から民へ」の資金の流れの生まれるという見解に疑問を呈している。中田[2005]は同様の認識に立ち、さらに郵政民営化の進展によって金利感応的な国債保有主体が増加することを明示的に定式化したマクロ計量モデルによるシミュレーションを実施したうえで、郵政民営化を機能させる前提として、まず財政再建を進めることが重要だと主張している。

## 6.2 モデルによる分析

中田[2008]では Kameda and Nakata[2005]をベースとしてシンプルな動学的マクロ経済モデルを構築し、公債市場の定常均衡の安定性について分析を行っている。まず、政府の予算制約式は以下のように表される。ここでは実質 GDP が総需要から決定される単純な構造を採用し、総需要として消費のみを考慮する。

$$B_t = (1 + R_t) \cdot B_{t-1} + G_t - \tau \cdot C_t \quad (14.1)$$

$C$  : 消費  $G$  : 政府支出  $\tau$  : 税率  $R$  : 公債利子率  $B$  : 公債残高

消費関数には、異時点間代替と資産効果を考慮する。

$$C_t = -a_1 \cdot R_t + a_2 \cdot W_{t-1} \quad (14.2)$$

$W$  : 資産

資産は国債と貸出のみから構成されるものとし、貨幣需要は捨象する。家計は資産をすべて（公的金融機関を含む）金融機関に預貯金し、実際の資金運用は金融機関が行う。ここで貸出のうち  $\rho$  の割合はデフォルトを起こし、貸出の収益率は信用リスク分だけ国債を上回ると仮定する。

$$W_t = (1 + R_t) \cdot B_t + (1 + R_t + \delta_t) \cdot (1 - \rho) \cdot L_t \quad (14.3)$$

$B$  : 国債  $L$  : 民間貸出  $\delta$  : 信用リスク

国債市場への資金供給は以下の関数から決まると想定した。

$$B_t = \lambda \cdot B_{t-1} + \mu \cdot (W_{t-1} - C_t - \lambda \cdot B_{t-1}) \quad (14.4)$$

右辺第1項は、公的金融部門による公債保有中心の資産運用を念頭に置いている。すなわち、国債市場への資金供給の一部については金利水準が考慮されず、過去の実績のみに基づいて決定される<sup>14)</sup>。他方、第2項については、金利水準に対して増加関数となる通常の資金供給行動である。貸出市場については単純化し、信用リスクに対するプレミアムとデフォルトを考慮したネットの収益率が国債と同じになると考える。

14) もっとも、BIS自己資本比率規制の制約にさらされた民間金融機関も、1990年代後半は同様の行動パターンをとった可能性がある。

$$\delta_t = \left( \frac{\rho}{1-\rho} \right) \cdot (1 + R_t) \quad (14.5)$$

以上から、国債市場の均衡金利が求められる。

$$\begin{aligned} R_t = & \left( \gamma_1 \cdot (1 + R_{t-1}) - \lambda \cdot \frac{1-\mu}{(1-\tau) \cdot a_1} \right) \cdot B_{t-1} \\ & + \gamma_1 \cdot (1 + R_{t-1}) \cdot L_{t-1} + \frac{1}{(1-\tau) \cdot a_1} \cdot G_t \end{aligned} \quad (14.6)$$

$$\text{ただし, } \gamma_1 = \frac{(1-\tau \cdot a_2) - \mu \cdot (1-a_2)}{(1-\tau) \cdot a_1}$$

単純化のために借入需要は時間を通じて一定であるとし、そのうえで、国債市場の定常均衡 ( $R^*$ ,  $B^*$ ) の近傍で (14.6) 式を線形近似する。

$$\begin{aligned} r_t = & \left( \gamma_1 \cdot (1 + R^*) - \lambda \cdot \frac{1-\mu}{(1-\tau) \cdot a_1} \right) \cdot b_{t-1} + \gamma_1 \cdot B^* \cdot r_{t-1} + \theta \cdot g_t \\ = & A_{21} \cdot b_{t-1} + A_{22} \cdot r_{t-1} + \theta \cdot g_t \end{aligned} \quad (14.7)$$

$$\text{ただし, } x_t = X_t - X^*$$

資産効果が存在する場合、前期の利回りと国債保有残高のそれぞれの経路を通じて今期の公債利回りに上昇圧力がかかる。ただし、制度上の要因等によって金融機関による粘着的な国債保有の比率が高い場合には、前期末の国債保有残高の係数はネットでマイナスになることもありうる。さらに公債残高の均衡に関しても同様に考える。

$$\begin{aligned} b_t = & \left( (1-\tau \cdot a_2)(1 + R^*) + \tau \cdot a_1 \cdot A_{21} \right) \cdot b_{t-1} \\ & + \left( (1-\tau \cdot a_2) \cdot B^* + \tau \cdot a_1 \cdot A_{22} \right) \cdot r_{t-1} + \phi \cdot g_t \\ = & A_{11} \cdot b_{t-1} + A_{12} \cdot r_{t-1} + \phi \cdot g_t \end{aligned} \quad (14.8)$$

今期の均衡金利を通じた間接効果が無視できるほど小さいとすれば、十分に税率が高いときには右辺第1項は1未満となり、 $b_t$ は定常過程であると見なすことができる。国債市場の均衡の動学を整理すると以下ようになる。

$$\begin{aligned}
 \begin{bmatrix} \Delta b_t \\ \Delta r_t \end{bmatrix} &= \begin{bmatrix} A_{11}-1 & A_{12} \\ A_{21} & A_{22}-1 \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} b_{t-1} \\ r_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \phi \cdot g_t \\ \theta \cdot g_t \end{bmatrix} \\
 &= \begin{bmatrix} (1-\tau \cdot a_2)(1+R^*) + \tau \cdot a_1 \cdot A_{21} - 1 & (1-\tau \cdot a_2) \cdot B^* + \tau \cdot a_1 \cdot A_{22} \\ \gamma_1 \cdot (1+R^*) - \lambda \cdot \frac{1-\mu}{(1-\tau) \cdot a_1} & \gamma_1 \cdot B^* - 1 \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} b_{t-1} \\ r_{t-1} \end{bmatrix} \\
 &\quad + \begin{bmatrix} \phi \cdot g_t \\ \theta \cdot g_t \end{bmatrix} \tag{14.9}
 \end{aligned}$$

係数行列の(1,1)要素は、前期末における政府債務残高の均衡からの乖離が当期末の政府債務残高に及ぼす影響を表す。具体的には、前期末における公債増発は1期後の利払い負担を増加させる一方、資産効果が働く場合には1期後の税収を増加させる。もう1つの対角要素である(2,2)要素は前期における公債利回りの均衡からの乖離が資産効果を通じて当期の公債利回りに及ぼす影響を表す。次に、非対角要素のうち、(1,2)要素は前期における公債利回りの均衡からの乖離が当期末の公債残高に及ぼす影響を表す。前期末における公債利回りの上昇は1期後の利払い負担を増加させる一方、公債の資産効果が働く場合には金利の上昇幅に利子所得を乗じた分だけ1期後の税収を増加させる。おおむねストックを通じた効果はフローを通じた効果を上回るとすれば、この要素はプラスの値をとると考えられる。また、(2,1)要素は前期における政府債務残高の均衡からの乖離が当期の公債利回りに及ぼす影響を規定する。資産効果が働く場合には、前期の政府債務残高の上昇は当期の公債利回りを上昇させるように作用するが、すでに述べたように、公的金融部門による公債保有のシェア( $\lambda$ )が高ければ、ネットでこの項はマイナスとなりうる。

### 6.3 公債市場の定常均衡の安定性

このモデルの定常均衡の安定性は(14.9)式の係数行列の固有値の符号条件によって判定される。中田[2008]ではシンプルに(14.7)式と(14.8)式を次数1の2変数VARと解釈して係数行列を推定している。経済の構造変化も考慮して1985-2007年度を標本期間とし、最小2乗法で推定した結果が図表14-5に示されている<sup>15)</sup>。

図表 14-5 動学方程式体系の推定結果（推定期間：1985-2007 年度）

A) 従属変数：今期 実質国債残高（兆円）			B) 従属変数：今期 実質国債利回り（％）		
説明変数	係数推定値	t 値	説明変数	係数推定値	t 値
前期実質国債残高(兆円)	1.02	36.1 ***	前期実質国債残高(兆円)	-0.006	-3.35 ***
前期実質公債利回り(%)	5.35	2.98 ***	前期実質公債利回り(%)	0.53	4.31 ***
今期一般歳出(兆円)	1.57	3.50 ***	今期一般歳出(兆円)	-0.04	-1.63
定数項	25.2	11.2 ***	定数項ダミー(1987-1989)	-1.47	-8.01 ***
定数項ダミー(1998年度)	17.6	4.34 ***			

自由度修正済決定係数=0.99 Durbin Watson 値=1.19

- 注) 1. 各変数とも、1985-2007 年度の平均値（定常均衡の仮定値）との偏差である。  
 2. 各変数とも、消費税の影響を除いた企業物価指数で実質化している。  
 3. 各係数推定値の有意性に関する t 検定は、Newey and West[1987]の不均一分散・自己相関一致 (HAC) 標準誤差を用いて行っている。

政府の予算制約式のみを単独で見た場合には、国債残高は発散過程にあることがわかる。また、前期の国債利回りが上昇（下落）すると、今期の国債残高は増加（減少）する。さらに、今期の政府支出は国債残高と統計的に有意なプラスの相関を有する。他方、国債利回りの動学は安定的である。また、今期の国債利回りは前期の国債残高と統計的に有意な負の相関をもつ。これは (14.9) 式の係数行列の (2,1) 要素において、資産効果による金利の上昇圧力よりも金融機関の粘着的な国債保有による金利の下落圧力が大きいことを意味する。さらに、今期の公債利回りは歳出の増加とは統計的に有意な相関をもたない。この推定結果を利用すると、国債市場の動学方程式体系は以下のように記述できる。

$$\begin{bmatrix} \Delta b_t \\ \Delta r_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0.024 & 5.35 \\ -0.006 & -0.47 \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} b_{t-1} \\ r_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} Z_1 \\ Z_2 \end{bmatrix} \quad (14.10)$$

Z：外生変数

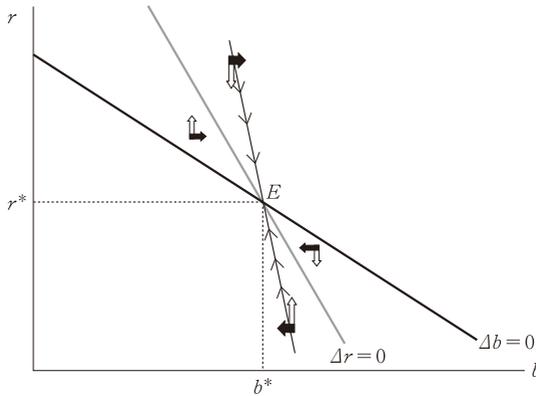
備考) b の単位は兆円、r の単位は％である。

この係数行列の固有値は (-0.05, -0.39) であり、現状におけるわが国の国債市場の均衡は局所安定的であることが明らかになる<sup>15)</sup>。これをグラフに示したものが図表 14-6 である。 $\Delta b=0$  線より右方の領域では国債残高

15) GMM 推定も行ったが、以下の結果は OLS の推定値を利用した場合と異ならなかった。

16) 中田[2008]では、GMM の推定結果（前脚注参照）を用いると固有値は (-0.09, -0.37) であった。

図表 14-6 現状における国債市場の長期均衡（局所安定）



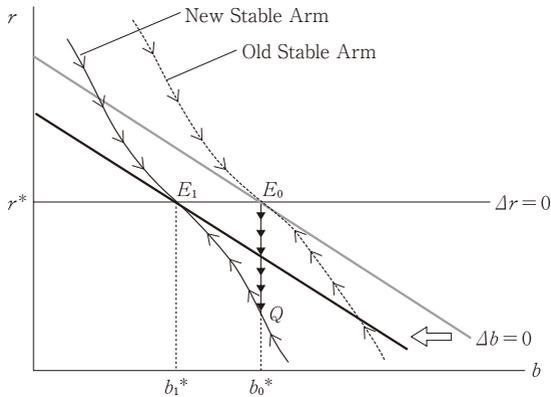
が定常値から発散的に増加し、左方の領域では国債残高が発散的に0へと減少していく。同様に  $\Delta r=0$  線も描かれている。図表 14-5 の推定結果より、 $\Delta r=0$  線は  $\Delta b=0$  線よりも負の傾きが大きくなる。 $\Delta r=0$  線より上方の領域では国債利回りが下落して定常値へと収束し、下方の領域では国債利回りが上昇して定常値へと収束する。これら2つの動学変数の動きをあわせると、定常均衡の近傍であるかぎり、動学変数が第I象限ないし第III象限に示された安定経路上にのり、国債市場の定常均衡は常に点  $E$  に収束する。

この結果にしたがって解釈するならば、共和分検定などの手法によって国債残高は現状において持続可能であるという判断が下されたとしても、それは決して政府の予算制約式自体が発散を抑制する構造になっているわけではなく、金融市場で収益率を考慮せずに国債を安定消化する投資家の存在によって初めて維持されたものであることが示唆される。

#### 6.4 構造パラメータの変化が国債市場の定常均衡の安定性に及ぼす影響

次に (14.9) 式に含まれるパラメータが構造変化をおこした場合について検討する。金融機関による粘着的な国債保有の比率 ( $\lambda$ ) が低下した場合に、係数行列の (2,1) 要素の絶対値が低下するか、ないしは正值に変わる。これは、民営化の進行にともなって旧勘定分の郵便貯金の償還が進み、ゆう

図表 14-7 鞍点均衡となるケース



ちよ銀行の自主運用の自由度がより高まるケースに該当する<sup>17)</sup>。数値例を紹介するだけにとどまってしまうが、(14.10) 式の動学方程式体系において係数行列の (2,1) 要素が仮にゼロとなった場合には局所安定性は保たれず、定常均衡は鞍点となる。

図表 14-7 に示されるように、この例では  $\Delta b=0$  線と  $\Delta r=0$  の傾きの大小関係が逆転する。このとき政府支出が増加すると国債市場の長期均衡は  $E_0$  から  $E_1$  へとシフトし、鞍点経路も下方にシフトする。もとの均衡  $E_0$  は、新しい長期均衡  $E_1$  のもとではもはや鞍点経路上にない。したがって、このケースでは国債利回りが新しい鞍点経路上にジャンプできなければ国債残高は  $E_1$  へは収束せずに発散的に増加し、財政破綻が生じてしまう。

政府債務が持続可能であるか否かは、投資家が政府の通時的予算制約の成立を確信し、短期的な利回りが長期均衡値より低くなることを受容してでも国債を保有し続けるかどうかにかかっているとみえる。しかし、郵政民営化の進行は逆にこのような投資家が減少していくことを意味していると考えることが妥当である。

17) また、これまでリスク資産を減らすことで BIS 規制をクリアさせてきた民間金融機関が、業績回復にもなっており収益率を考慮した資産運用にシフトしたケースも同様に考えることができよう。

## 6.5 郵政民営化が機能する前提としての財政再建

国債市場のマクロモデルを構築し、その定常均衡の安定性について理論・実証の両面から分析を行った結果、現状では政府の予算制約単体で見ると発散的に増加しているが、国債を大量かつ安定的に消化する投資家の存在によって国債市場の定常均衡の局所安定性が保たれている可能性が示唆された。これまでの日本経済においては、こうした調整を可能にする要因が少なくとも2つあったと考えられる。第1に、いわゆる「失われた10年」以降、金融機関が民間貸出よりも国債保有による資金運用を選好した時期が続いてきた。そして、第2に、わが国には郵便貯金や簡易保険、公的年金資金といった巨大な公的金融セクターが存在し、今日に至るまで大量の公債を保有してきた。これらの要因が重なることによって国債市場に潤沢に資金が供給され、国債残高が増加するなかでも利払費が低水準に抑制されているのだと考えられる。

このうち、民間金融機関の今後の資金運用についてはサブプライム問題の影響等に左右される側面もあり、今後の動向は不透明である。しかし、公的部門による公債保有に関しては、郵便貯金や簡易保険の民営化がすでに始まっており、その進展にともなって少なくとも現状よりは国債保有のシェアは低下していくと考えられる。本稿での分析によれば、これらの変化により、今後の国債市場の定常均衡は鞍点に変わると予想される。このとき、公債残高の発散が回避されるためには、資金供給サイドに政府の通時的予算制約の成立を確信させることがきわめて重要である。そのうえでは、政府は常に将来的な債務の削減目標をアナウンスし、実際にその目標にコミットした財政運営を行っていくことが望ましい。

より直接的な施策として、財政当局が金融機関での投資家の行動に依存せず、国債残高の増加を自律的に抑制する仕組みを導入することが考えられる。これは国債市場の長期均衡を「(局所)安定」に復帰させることに相当するが、そのためには(14.9)式の動学方程式体系の係数行列の(1,1)要素が負値となるように政策パラメータを変更する必要がある。公債の発行によって増加する利払い分を相殺するだけの歳入を確保すること、換言すれば、増税を視野に入れた歳入改革によって係数行列の(1,1)要素をマイナスとし、国債市場の安定性を高めることが重要となる。いずれにしても、郵政民営化

が機能するには、まず前提として財政再建が必要となる。

## 7 政策金融による直接融資の規模縮小と地域貸出市場

### 7.1 中小企業向け政策金融の規模縮小が及ぼす影響

すでに述べたように、2008年から政府系金融機関の再編が始まった。新たに発足する日本政策金融公庫の融資については、旧国民生活金融公庫による教育貸付を縮小し、旧中小企業金融公庫による一般貸付から撤退することが決まっている。加えて、旧中小企業金融公庫の特別貸付についても定期的に必要性を見直すこととされている。さらに、資金供給の手法についても間接的手法（部分保証・証券化など）のさらなる活用が検討されていることから、直接融資の形態をとる政策金融の規模は今後も縮小が続く予想される。このもとでは、政策金融がマクロレベルで経済効果を発現していくことはもはや難しく、代わって、限られた貸出原資をより効果的に配分していくことが求められる。ゆえに、政策金融の経済機能を評価するにあたっては、評価の視点を量的側面から質的側面にシフトさせる必要がある。

政策金融の役割はいうまでもなく「市場の補完」であるが、貸出市場における「市場の失敗」の主な原因は非対称情報と不完全競争だと考えられる。中小企業貸付について考えると、現在の中小企業金融における主要な仲介サービスの形態は「リレーションシップバンキング」である<sup>18)</sup>。民間金融機関と借手企業間でのリレーションシップの深化は、政策金融に対して2つの影響を及ぼすと考えられる。第1に、貸し手-借り手間に構築された密接な取引関係は「情報の非対称性」の度合いを緩和させる。この場合、政策金融が非対称情報下の「市場の補完」を果たす余地は縮小していくことになる。他方で、リレーションシップの深化は金融市場の効率性を損ねる方向にも作用する。特定の相手との取引が長期化すると、同一の関係を他者と築くために要するコスト（Switching Cost）が高くなる。結果として取引関係がロツ

18) 近年になって金融庁は地域金融機関にリレーションシップバンキング機能の強化をうながしている。詳細は『リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム——中小・地域金融機関の不良債権問題の解決に向けた中小企業金融の再生と持続可能性（サステナビリティ）の確保』（2003年）や『地域密着型金融の機能強化の推進に関するアクションプログラム（平成17-18年度）』（2005年）を参照のこと。

クイン (lock-in) されると貸し手の交渉力が高まり、借り手が不利な取引を強いられる可能性が生じる (ホールド・アップ [Hold-up] 問題)。リレーションシップバンキングという金融サービスの市場が競争的であれば、企業は取引銀行数を増やすことでホールド・アップ問題を回避できる。しかし、もともと金融機関の数が少なく、域外からの参入が少ない金融市場ではこうした競争も期待できない。このとき、リレーションシップの深化は「市場の失敗」のもう1つの主要因である「不完全競争」を常態化させてしまう。こうした状況下では、政策金融にはホールド・アップ問題を緩和する「対抗力」としての役割も期待される。換言すれば、再編後も政策金融の直接融資が意義をもつ局面が生じうる。

## 7.2 現在の地域貸出市場においてホールド・アップ問題は存在しているか？

日本における実証分析の結果から判断するかぎり、かつての地方部の貸出市場ではホールド・アップ問題が発生していた可能性が高い。Kano and Tsutsui[2003]は1996年度の金融機関の財務諸表から銀行別(地方銀行・第二地方銀行・信用金庫)に貸出金利を算出し、この金利を用いて地域間格差の要因を分析している。彼らの分析によれば、信用金庫の貸出金利は、営業基盤となる都道府県の経済規模や預金残高、さらには貸出市場の集中度(ハーフィンゲル指数)と統計的に有意な相関をもつ。これにより小規模事業者向け貸出市場が都道府県別に分断されていることが示唆される。さらに、信用金庫については、需要サイドの諸要因の影響を控除したうえでも貸出金利の地域格差が解消されないことを明らかにし、この原因を供給サイドにおける競争の欠如に帰している。

また、加納[2004a,2004b]では、貸出金利の地域間格差とリレーションシップの関連性が分析されている。加納[2004a]では、『帝国データバンク会社年鑑』(1980・1990・2000年版)に収録された企業の個票データをもとに、企業とメインバンクの取引関係の特徴を1996年度の都道府県別貸出金利の上位3県(宮崎・高知・青森)と下位3県(愛知・京都・岐阜)で比較している。この結果、高金利県では貸出市場の集中度がより高く、メインバンクを変更する企業がより少なく、企業の取引金融機関数もより少ない傾向にあ

ることを示した。また、加納[2004b]は分析範囲を47都道府県に拡張し、メインバンク継続率が高く、企業の取引金融機関の数が少なく、メインバンク集中度が高い地域ほど貸出金利が高いことを示した。すなわち、金利が高い県では、リレーションシップの継続がホールド・アップ問題を引き起こしている可能性が示唆される。

これに対し、中田・安達[2006a]では2000-2004年度の個別地域金融機関（第2地方銀行、信用金庫）の財務諸表および都道府県別の実物経済・貸出市場の集中度の統計からパネルデータを構築し、金利差決定式の推定結果をもとに都道府県間の貸出金利格差の要因分解を行った<sup>19)</sup>。その結果、図表14-8に示されるように、貸出金利の地域間格差は①借り手の信用（産業構造、景況・業績）、②貸出市場の競争環境（市場の集中度）、③（預金高で評価した）規模の経済の程度でおおむね説明されることが明らかになった。青森県や宮崎県といった貸出金利が顕著に高い県では、さらに（単位経費で評価した）金融機関の経営の非効率性も大きな要因となっている。他方で、貸手側の要因のうち、資金調達費用と経営健全性が貸出金利の地域間格差に及ぼす影響は軽微である。市場の集中度が貸出金利の地域間格差の主要な説明要因になっていることから判断するかぎり、近年においても地方部を中心にホールド・アップ問題が発生していることが示唆される。

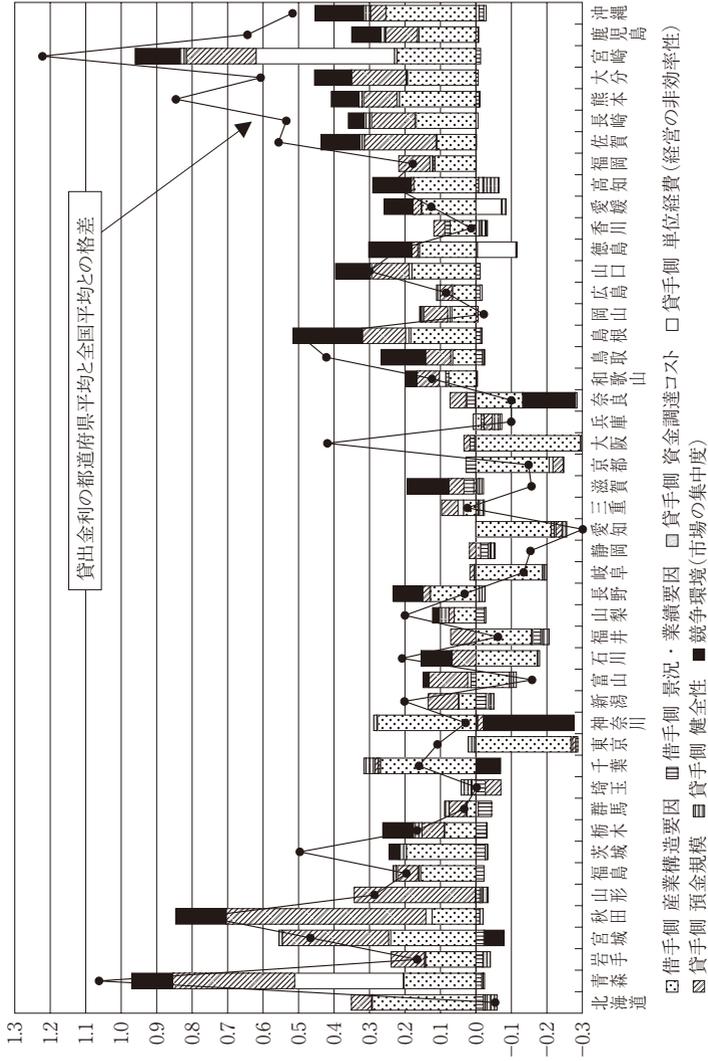
### 7.3 ホールド・アップ問題と政策金融の地域配分

中田・安達[2006a]の分析結果から判断するかぎり、中小企業向け貸出市場は直近においても依然として不完全競争的である。このもとでは、政策金融には、非対称情報をもたらす信用割当を緩和するだけでなく、競争の欠如をもたらす資源配分の歪みを是正する役割も求められよう。そこで、中田・安達[2006b]では、近年の政策金融が「不完全競争に起因する『市場の失敗』の是正」という目的も考慮して資金供給を行っていたかを検証した。

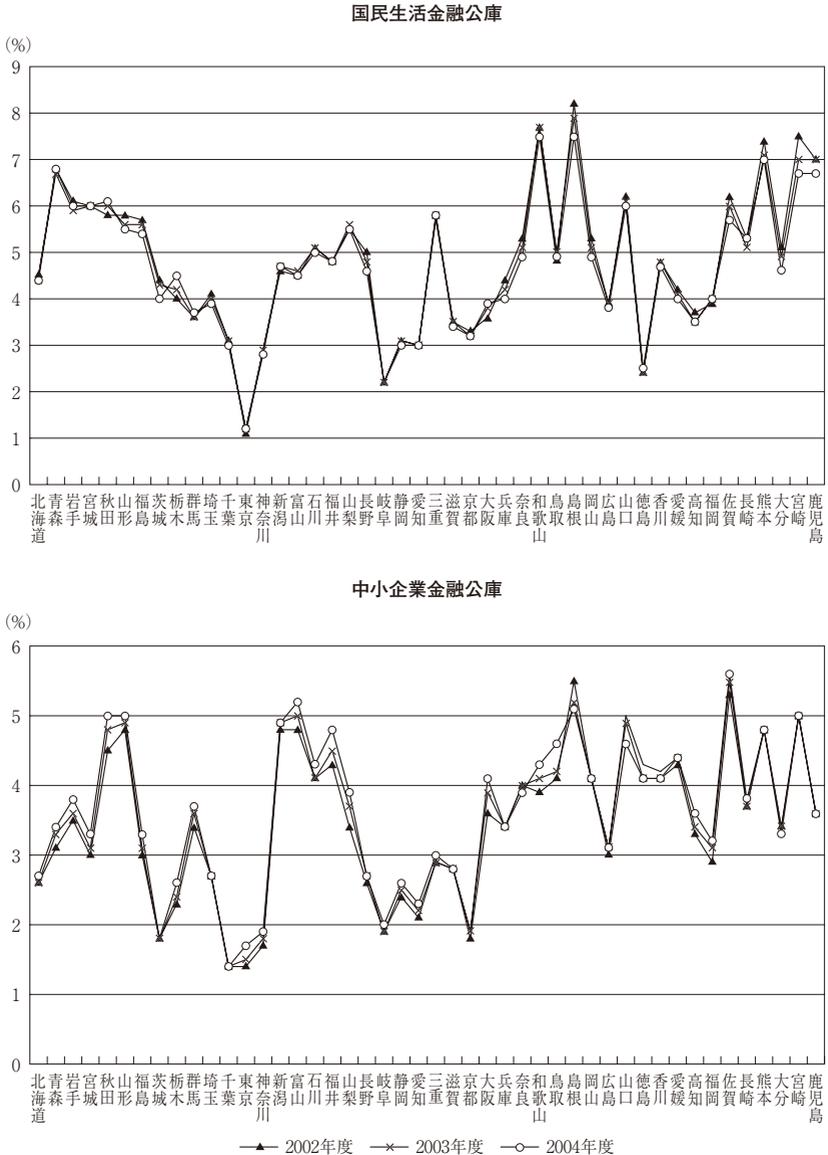
図表14-9には、国民生活金融公庫（当時）と中小企業金融公庫（当時）について、沖縄を除く各都道府県の貸出残高と同一県内の民間金融機関の中小企業向け貸出残高の比率が示されている<sup>20)</sup>。各地域の中小企業向け貸出

19) 分析の詳細は中田・安達[2006a]を参照されたい。

図表 14-8 中田・安達[2006a]による貸出金利の地域間格差の要因分解の結果



図表 14-9 「政府系金融機関貸出残高／民間金融機関中小企業向け貸出残高」比率の都道府県比較



注) 民間金融機関の県内中小企業向け貸出残高の算出方法については中田・安達[2006b]を参照されたい。

市場におけるプレゼンス（「当該政府系金融機関の貸出残高／民間金融機関の中小企業向け貸出残高」比率の大きさを評価したもの）は、国民生活金融公庫と中小企業金融公庫では完全には一致していない。なお、国民生活金融公庫と中小企業金融公庫の地域別プレゼンスの相関係数は0.64程度である。

一方、図表 14-8 に示された要因分解された貸出金利の地域間格差は、資金制約の強さを地域間で比較するにあたって有益な指標となりうる。中田・安達[2006b]では、図表 14-8 をもとに、以下の 4 つの指標を作成した。

### 貸手の独占的行動（不完全競争要因Ⅰ）

「貸し手の独占的行動」要因は、図表 14-8 において競争環境（ハーフィンダル指数で見た）によって説明可能な金利格差から構成される。

### 貸手の費用非効率性（不完全競争要因Ⅱ）

資金量が小さい金融機関ばかりで構成される貸出市場では、規模の経済性が働かないために地域全体の貸出金利が高くなる。もっとも、とくに地方部に規模の小さい金融機関が多数存在することには一定の理由がある。というのは、金融機関の資金量は営業地域の貯蓄総額に制約を受けるからだ。ゆえに、人口が少なく、景況が悪い地域に所在する金融機関の規模は小さくなりうる。とりわけ、営業地域が規制された信用金庫ではこの影響が大きい。しかし、県内の複数の金融機関が合併して規模の経済を追求することも可能である。それにもかかわらず、高金利地域において破綻金融機関の吸収合併以外にこうした動きが少ないのは、競争の欠如によるものだと考えられる。同様に、単位当たり固定費の高止まりについても、競争が欠如しているために解消されないのだと考えられる。

こうしてみると、図表 14-8 における預金規模要因（規模の〔不〕経済性の指標）と単位経費要因（経営の非効率性の指標）によって説明可能な金利格差はいずれも不完全競争に起因する「市場の失敗」によってもたらされる

20) 国内銀行・信用金庫・信用組合作を対象としたうえで、各金融機関の貸出から大手企業向けと住宅ローンを控除した「民間金融機関の中小企業向け貸出残高」を都道府県別に独自に推計し、これを分母に用いている。なお、消費者ローン（除：住宅ローン）は含まれている。統計は主として『金融マップ』（日本金融通信社）の各年版を利用した。データ加工の詳細については中田・安達[2006b]を参照されたい。

資金制約の強さを示すと解釈できる。ゆえに、一括して「供給サイドの費用非効率性」要因として扱う。

### 借手の信用力

図表 14-8 における産業構造要因と景況・業績要因によって説明可能な金利格差の合計をそのまま需要側の信用力に起因する資金制約の指標と見なす。この値が大きいほど借り手の信用力が低いことを意味する。借り手の信用力に応じて資金調達の条件に差異が生じるのは当然であるため、この指標は「市場の失敗」とは無関係である。

### エージェンシーコスト（参考指標）

都道府県ダミーの大きさには、説明変数として考慮可能な「定量情報」では説明できない、「定性情報」の多寡に依存して決まる金利差が反映されている可能性がある。この場合、定性情報が乏しい借り手ほど貸し手-借り手間の「非対称情報」の度合いが大きくなり、貸出金利が高くなる（逆は逆）。そこで、われわれは図表 14-8 の要因分解を行う際に用いた貸出金利格差関数のパネル推定から得られた統計的に有意な都道府県ダミーを、貸し手-借り手間の情報の非対称性にともなう「エージェンシーコスト」によってもたらされる資金制約と解釈した。ただし、この部分には、説明変数として考慮できなかった「定量情報」の影響が反映されている可能性もあるので、エージェンシーコスト要因については参考指標として扱う。

図表 14-9 に示された旧国民生活金融公庫、旧中小企業金融公庫の都道府県別プレゼンスについて、上記 4 つの指標との相関の有無を検証した。標本は、クロスセクションを都道府県（除：沖縄県）、期間を 2002-2004 年度とするバランスパネル（標本数：138）である。推定結果は図表 14-10 に示されている<sup>21)</sup>。推定結果を見ると、第 1 に、「貸し手の独占的行動」指標と「貸し手の費用非効率性」指標の係数推定値は、国民生活金融公庫・中小企業金融公庫ともに統計的に有意にプラスである。すなわち、不完全競争に起

21) 固定効果なしの Pooled OLS およびクロスセクションの不均一分散を考慮した GLS によって推定した。

図表 14-10 政策金融の地域配分の妥当性評価——  
実証分析の結果（中田・安達[2006b]）

標本数：138（沖縄県を除く 46 都道府県，2002-2004 年度）

従属変数：「政府系金融機関貸出残高／民間企業の中小企業向け貸出残高」比率

国民生活金融公庫

説明変数 (資金制約の強さを表す指標)	符号 条件	OLS		GLS	
		係数推定値	<i>t</i> 値	係数推定値	<i>t</i> 値
定数項		0.041 ***	( 23.70)	0.043 ***	(143.30)
貸し手の独占的行動	+	0.035 ***	( 2.77)	0.026 ***	( 7.95)
貸し手の費用非効率性	+	0.041 ***	( 6.19)	0.043 ***	( 27.50)
エージェンシーコスト【参考】	+	0.006	( 1.04)	0.003 **	( 2.24)
借り手の信用力	+/-	0.027 ***	( 4.03)	0.024 ***	( 10.98)
年度ダミー(2003)	?	0.000	(-0.20)	-0.001 *	(-1.91)
年度ダミー(2004)	?	-0.002	(-0.65)	-0.002 ***	(-4.49)
決定係数		0.432		0.995	

中小企業金融公庫

説明変数 (資金制約の強さを表す指標)	符号 条件	OLS		GLS	
		係数推定値	<i>t</i> 値	係数推定値	<i>t</i> 値
定数項		0.031 ***	( 21.20)	0.032 ***	( 65.70)
貸し手の独占的行動	+	0.047 ***	( 4.38)	0.042 ***	( 20.89)
貸し手の費用非効率性	+	0.022 ***	( 4.00)	0.025 ***	( 24.29)
エージェンシーコスト【参考】	+	-0.002	(-0.47)	0.000	(-0.05)
借り手の信用力	+/-	-0.005	(-0.84)	-0.012 ***	(-4.68)
年度ダミー(2003)	?	0.001	( 0.27)	0.001	( 1.50)
年度ダミー(2004)	?	0.002	( 0.78)	0.001 ***	( 4.27)
決定係数		0.248		0.985	

注) 1. 表中の「\*」、「\*\*」、「\*\*\*」はそれぞれ係数ゼロの帰無仮説が 10%、5%、1%で統計的に有意に棄却されることを示す。なお、標準偏差は Beck and Katz[1995]の“Panel Corrected Standard Error (PCSE)”の手法で算出し、これを用いて *t* 値を算出している。また、GLS に用いる分散・共分散行列も同様の手法で算出した。

2. 分析の詳細については中田・安達[2006b]を参照されたい。

因する市場の失敗が生じ、借り手がより厳しい資金制約に直面している地域に対して中小企業向け政策金融の直接融資が重点配分されている。第 2 に、横断面の不均一分散を考慮した GLS で評価した場合、国民生活金融公庫では「エージェンシー費用」指標の係数推定値がプラスで有意である。参考指標としての解釈にとどまるものの、国民生活金融公庫は「貸し手-借り手間の情報の非対称性」に起因する市場の失敗がより深刻な地域に重点的に配分

されていることが示唆される。第3に、「借り手の信用力」指標に対する感度は中小企業金融公庫と国民生活金融公庫とでは符号が逆になる。中小企業金融公庫では係数推定値の符号が有意にマイナスであり、債務履行の確実性をより重視した資金配分になっていることが示唆される。他方、国民生活金融公庫ではこの係数推定値がプラスで有意になる。国民生活金融公庫法第1条では、その業務の目的を「一般の金融機関からその融通を受けることを困難とする国民大衆が必要とするものを供給し、もって国民経済の健全な発展及び公衆衛生その他の国民生活の向上に寄与すること」と定めている。よって、信用力の低い地域に重点的に資金配分していることが直ちに問題となるわけではない。しかし、これによって国民生活金融公庫が抱えるリスクがより大きくなることは否定しがたい。政策金融の原資は有償資金であることを踏まえると、こうした資金配分の妥当性については政策コスト分析の結果等も交えて慎重に判断する必要がある。

#### 7.4 地域貸出市場における政策金融の今後のありかた

中田・安達[2006b]の実証分析からは、国民生活金融公庫と中小企業金融公庫（いずれも当時）による直接融資の地域別プレゼンスは、①貸し手の独占的行動がもたらす資金制約の強さや、②競争の欠如による効率性低下がもたらす資金制約の強さと統計的に有意な正の相関をもつことが示された。したがって、中小企業向け政府系金融機関融資の地域配分にあたっては、不完全競争に起因する市場の失敗の是正が考慮されていたといえる。

民業圧迫批判の高まりを受けて政策金融の規模縮小が進むなか、不完全競争がもたらす市場の失敗を是正する役割は、「直接融資」形態をとる政策金融の存在を正当化する数少ない根拠となっている。もっとも、現在の金融仲介市場は貝塚[1981]が「対抗力」を指摘した当時と比較にならないほど競争的になっている。また、都市圏を中心として「オーバーバンキング」といった指摘も見られる。これらを踏まえると、わが国の金融市場をマクロレベルでとらえるかぎり、政府系金融機関の「対抗力」としての役割は重要ではなくなっているともいえよう。

筆者もこの実証分析の結果をもって、政府系金融機関による直接融資の規模縮小に異論を唱えることはない。しかし、規制緩和がかなり進んだ近年に

においても地方圏の貸出市場は未だ不完全競争下にあることもまた確かである。リレーションシップバンキングの今後の方向性によってはホールド・アップ問題の発生も懸念される。こうしたなか、政府系金融機関の直接融資が、不完全競争に起因する「市場の失敗」が深刻な地域に重点的に配分されているという現状も無視すべきではない。

金融仲介業はもともと大きな固定費がかかる産業であるため参入が容易でなく、また、「信用秩序の維持」との関係で金融仲介業への参入・退出を完全自由化することも難しい。よって、地方圏の貸出市場の不完全競争が早期に解消されるとは考えにくい。こうしたもつで政策金融が縮小されていった場合、地方圏の貸出市場ではむしろ不完全競争による「市場の失敗」が悪化することにもなりかねない。したがって、政府系金融機関の直接融資の規模を縮小していくのであれば、それと同時に地域貸出市場の競争圧力を高める手だてを講じる必要がある。たとえば、信用金庫の営業地域に関する規制を緩和し、より広い商圈で競争をうながすことが考えられる。また、県外からの参入が促進されない理由が固定費の高さにあるのだとすれば、その障壁を低くすることも考えられる。

具体策の1つとして、銀行代理店制度の普及があげられる。銀行代理店制度は1963年から存在していたものの設立・運営に関する規制が厳しく、ほとんど普及していなかった<sup>22)</sup>。しかし、2006年4月の銀行法の一部改正により、代理店の設立が許可制となり、他者との共同設立も可能になった他、さらに兼業も認められるようになった。これは、スーパーマーケットや自動車ディーラーも金融取引の窓口になりうることを意味する。こうしてようやく効率的かつ柔軟に代理店網を展開できる環境が整備されたものの、現在の銀行代理店制度は、自動車ディーラーによるオートローンの取り扱い、宅建業者による住宅展示会場での住宅ローンの取り扱い、スーパーでの定型的な消費者ローンの取り扱いなどが想定されており、一般事業者が兼営する代理店が事業者向けローンを取り扱うことは認められていない。したがって、代

22) 具体的には、①認可制とする、②銀行100%子会社しか代理店になれない、③代理店は兼業ができない、④金融機関は代理店となれない、⑤代理店による支店設置はできないなどの規制があった。2002年4月には、認可制から届出制となり、④と⑤の規制は撤廃されたものの、依然として②と③の規制が存在したため、代理店制度の設立・維持が非常に難しい状況は変わらなかった。

理店制度が企業向け貸出市場での競争促進に寄与するようになるまでにはさらなる規制緩和が必要となり、短期的に有効な施策とはいいがたい。

ここで注目されるのがゆうちょ銀行の動向である。ゆうちょ銀行は民営化当初（2007年10月）は貸出を認められていないものの、10年をかけて徐々に業務規制が撤廃されていく見通しである。仮に、民間金融機関と対等な条件で競争するための施策が講じられることを前提とすれば、ゆうちょ銀行の存在は定義的に地域貸出市場の集中度を低下させる。その意味で、民営化後のゆうちょ銀行には政府系金融機関に代わるある種の「対抗力」としての役割が期待されうる。もっとも、民間金融機関が強く懸念しているように、この前提条件、すなわち民間金融機関とのイコールフットイングを確保することが大きな課題となる。仮にゆうちょ銀行がメガバンクとして地域金融に参入することになれば、当初こそ競争によって金利は下がるかもしれないが、郵便貯金のシェアが独占的に大きくなった時点で再び不完全競争による市場の失敗が発生してしまう。

この問題を解決する1つの手だてとして、郵便局のネットワーク自体を民間金融機関の代理店として機能させることが考えられる。たとえば、規模縮小下で人員が縮小された政府系金融機関からスタッフを雇用すれば、銀行（ないし信用金庫）代理店としての郵便局に企業向け融資（とくに、スコアリング融資のような規格化された貸出）の取り扱いを任せることも可能になる。ここで重要なことは、独立系の損害保険会社の代理店がそうであるように、郵便局が複数の金融機関の商品を扱うことである。これにより競争をさらに促進することが望ましい。なお、ゆうちょ銀行の融資業務開始による「民業圧迫」への懸念も、ゆうちょ銀行のローン商品を（金融機関代理店としての）郵便局の複数の取扱商品の1つとして位置づけさせることで回避可能になる。

## 8 結語

バブル崩壊後の財政投融资は、郵貯シフトの影響もあって資金の流入が増加し、その規模も拡大を続けた。しかし、不況期における「景気調整機能」を例外とすれば、財政投融资の対象となりうる分野は高度成長期までと比べ

て着実に縮小していたため、「入口」部分に流入してくる資金量と「出口」部分で本来必要とされる資金量との間に乖離が生じ、1990年代後半になると財政投融资の規模の「肥大化」がさまざまな問題を引き起こすことになった。具体的には、市場の金利メカニズムの歪み、資源配分機能の低下と事業運営の非効率化、民業の圧迫などがあげられる。これらの問題を改善するために2001年4月から財政投融资制度の抜本的な改革が実施され、住宅金融における政府系金融機関の直接融資からの撤退、民営化や廃止による特殊法人の整理などすでに一定の成果があがっている。また、特殊法人の会計基準の改革（行政コスト計算書の作成）や政策コスト分析の導入により、財政投融资の事業の必要性を常にチェックできる仕組みが整備された点も評価できる。

いま財政投融资制度の改革は「郵政民営化（2007年10月-）」と「政策金融改革（2008年10月-）」という新たなステージに入っているが、これらの改革が進展するにつれて新たな問題点が顕在化しつつある。

その1つが、郵政民営化の進行にともなう資金循環構造の変化がわが国政府債務に及ぼす影響である。「失われた10年」ともいわれる1990年代の景気低迷期には数次にわたって大規模な景気対策が実施され、その財源として大量の公債が発行された。いわば「民から官へ」の資金のシフトが生じたといえる。巨額の政府債務が財政破綻することなくこれまで消化されてきた背景として、公的金融部門による公債保有を無視することはできない。この点を考慮しないまま郵政民営化を進めて「官から民へ」の資金のシフトを加速させると、公債利回りが上昇して財政に悪影響が及ぶことが懸念される。よって、今後の郵政民営化の進展の速度については財政運営と調和を図ること、換言すれば、財政再建によってまず政府債務残高を削減することが重要である。

もう1つの新たな問題は、今後の政策金融の規模縮小が地域貸出市場に及ぼす影響である。実証分析の結果から判断するかぎり、地方部の貸出市場は未だ寡占的であり、そうしたなかで政府系金融機関の融資は資金制約が厳しい地域に優先的に配分されている。したがって、政策金融の規模縮小によって地域貸出市場の不完全競争の度合いが強まることも懸念される。これを避けるには地域貸出市場の競争圧力を高める必要があり、1つの施策としてゆ

うち銀行を民間金融機関の代理店として活用していくことも考えられよう。

## 参考文献

- 池尾和人[1998], 「政府金融活動の役割——理論的整理」, 岩田一政・深尾光洋編著『財政投融资の経済分析』日本経済新聞社, 第2章, pp. 25-48.
- 池尾和人・後藤康雄[2005], 「政府と金融システム」『フィナンシャル・レビュー』第79号, pp. 4-35.
- 井出一郎・林敏彦[1992], 「金融仲介における公的部門の役割」, 堀内昭義・吉野直行編著『現代日本の金融分析』東京大学出版会, 第9章, pp. 219-248.
- 井上徹[1999], 「寡占的金融市場と公的金融仲介」, 井上徹・鶴瀬由己編著『わが国公的金融の役割』日本評論社, 第1章, pp. 1-26.
- 井上徹・夏井高志・宮原勝一[1999], 「非対称情報と公的金融」, 井上徹・鶴瀬由己編著『わが国公的金融の役割』日本評論社, 第3章, pp. 45-69.
- 井上徹・宮原勝一・深沼光・山中勉[2000], 「公的貸出の機能と役割——中小企業の資金調達を中心とする実証分析」, 松浦克己・吉野直行・米沢康博編著『変革期の金融資本市場』日本評論社, 第9章, pp. 207-232.
- 岩本康志[1998], 「財政投融资と社会資本整備」, 岩田一政・深尾光洋編著『財政投融资の経済分析』日本経済新聞社, 第6章, pp. 147-174.
- 岩本康志[2001a], 「日本の財政投融资」『経済研究』第52巻第1号, pp. 2-15.
- 岩本康志[2001b], 「財政投融资制度の改革」, 岩本康志・斎藤誠・前多康男・渡辺努著『金融機能と規制の経済学』東洋経済新報社, 第5章, pp. 171-213.
- 岩本康志[2006], 「公的金融機関の政策コストと行政コストの関係」IMES Discussion Paper Series (日本銀行金融研究所), No. 2006-J-16.
- 小椋正立・吉野直行[1985], 「特別償却・財政投融资と日本の産業構造」『経済研究』36(2), pp. 110-120.
- 貝塚啓明[1981], 「金融業における官業と民業」『季刊 現代経済』臨時増刊, pp. 42-50.
- 加納正二[2004a], 「リレーションシップ・バンキングが貸出金利に与える影響」『国際公共政策研究』大阪大学, 第8巻第2号, pp. 33-46.
- 加納正二[2004b], 「リレーションシップ・バンキングにおけるホールドアップ問題」『国際公共政策研究』大阪大学, 第9巻第1号, pp. 37-53.
- 財務省(旧大蔵省), 『財政投融资リポート』各年度版.
- 高橋洋一[1998], 「財政投融资の改革の方向」, 岩田一政・深尾光洋編著『財政投融资の経済分析』日本経済新聞社, 第7章, pp. 175-243.
- 高橋洋一[2003], 「財政投融资の将来負担」『ESP』2003年5月, pp. 56-59.
- 高橋洋一[2004], 「プラクティカル国債管理政策——郵政民営化と統合的な国債管理政策」『フィナンシャル・レビュー』第73号, pp. 190-208.
- 高橋洋一[2007], 『財投改革の経済学』東洋経済新報社.
- 土居丈朗[2001], 「地方債起債許可制度の運用実態とその評価」『地方財政をめぐる諸問

- 題』金融調査研究会報告書, 第26号, pp. 115-138.
- 土居丈朗[2007], 『地方債改革の経済学』日本経済新聞社.
- 土居丈朗・中里透[2004], 「公債の持続可能性 国と地方の財政制度に即した分析」, 井堀利宏編『日本の財政赤字——評価と展望』岩波書店, 第3章, pp. 53-84.
- 土居丈朗・星岳雄[2003], 「国民負担の重複計算はない」『ESP』2003年5月, pp. 60-63.
- 富田俊基[2007], 『財投改革の虚と実』東洋経済新報社.
- 中田真佐男[2005], 「財政投融资制度の変革と政府債務——わが国資金循環の構造変化が政府債務に及ぼす影響」『フィナンシャル・レビュー』第79号, pp. 80-137.
- 中田真佐男[2008], 「現状における一般会計債務の持続可能性と国債市場の定常均衡の安定性」第65回財政学会(2008年度)報告論文.
- 中田真佐男・安達茂弘[2006a], 「貸出金利の地域間格差はなぜ解消されないのか?——金融機関別・都道府県別データによる実証分析」『フィナンシャル・レビュー』第86号, pp. 161-193.
- 中田真佐男・安達茂弘[2006b], 「政府系金融機関融資は「借りにくい地域」へ適切に配分されているか?——不完全競争に起因する「市場の失敗」の補完機能に関する実証分析」PRI Discussion Paper Series(財務省 財務総合政策研究所), 06A-27.
- 西垣鳴人[2003], 『ディレギュレーション時代の公的金融——民業補完とは何か』御茶ノ水書房.
- 根本忠宣・深沼光・渡部和孝[2006], 「創業期における政府系金融機関の役割」RIETI Discussion Paper Series(経済産業研究所), 06-J-004.
- 根本忠宣[2005], 「中小企業向け公的金融の理論的根拠と実態」『商学論叢』中央大学, 第46巻第3号, pp. 387-481.
- 花崎正晴・蜂須賀一世[1997], 「開銀融資と企業の設備投資——エージェンシーアプローチによる実証分析」, 浅子和美・大瀧雅之編『現代マクロ経済動学』東京大学出版会, 第11章, pp. 377-413.
- 日向野幹也[1984], 「「協調」審査と融資能力——日本開発銀行のケース」『経済学論集』東京大学, 第50巻第1号, pp. 70-82.
- 深尾光洋[1998], 「財政投融资制度の概観と問題の所在」, 岩田一政・深尾光洋編著『財政投融资の経済分析』日本経済新聞社, 第1章, pp. 1-23.
- 堀内昭義・大瀧雅之[1987], 「金融——政府介入と銀行貸出の重要性」, 浜田宏一・黒田昌裕・堀内昭義編『日本経済のマクロ分析』東京大学出版会, 第5章, pp. 128-148.
- 堀内昭義・随清遠[1994], 「情報生産者としての開発銀行——その機能と限界」, 貝塚啓明・植田和男編『変革期の金融システム』東京大学出版会, 第6章, pp. 143-171.
- 三井清[2000], 「情報の不完全性と政策金融の役割」, 松浦克己・吉野直行・米澤康博編著『変革期の金融資本市場』日本評論社, 第8章, pp. 181-205.
- 三井清・河内繁[1995], 「中小企業の設備投資と資金調達——資金制約と政策金融の機能」『郵政研究レビュー』第6号, pp. 183-204.
- 宮尾龍蔵[2005], 「日本の経常収支黒字と財政収支赤字の持続可能性」『国民経済雑誌』第191巻1号, pp. 71-86.
- 山中尚[1995], 「政策金融と財政投融资——資金供給機能に関する研究の現状」『経済分析』第140号, pp. 57-87.

- 安田武彦[2004],「創業時の流動性制約と創業動機, 政策金融の効果」RIETI Discussion Paper Series (経済産業研究所), 04-J-032.
- 油井雄二[1994],「公共投資の財源調達——財政投融资の役割」『現代財政と公的金融——その仕組みと課題』(金融調査研究会報告書[15]).
- 吉野直行・中田真佐男[2002a],「財政投融资制度の改革と地方債市場の今後のあり方」『日本経済研究』No. 44, pp. 167-187.
- 吉野直行・中田真佐男[2002b],「公的住宅金融の現状と住宅ローン債権証券化の課題」『住宅土地経済』No. 46, pp. 20-28.
- 吉野直行・藤田康範[1996],「公的金融と民間金融が併存する金融市場における競争と経済厚生」『経済研究』第47巻第4号, pp. 313-323.
- 吉野直行・和田良子[2000],「家計の金融資産選択行動のパネルデータ分析」, 松浦克巳・吉野直行・米澤康博編『変革期の金融資本市場』日本評論社, 第1章, pp. 3-24.
- Ahmed, Shagill and John H. Rogers [1995], “Government Budget Deficits and Trade Deficits Are Present Value Constraints Satisfied in Long-Term Data?” *Journal of Monetary Economics*, 36(2), pp. 351-374.
- Doi, T. and T. Hoshi [2003], “Paying for the FILP,” in M. Blomström, J. Corbett, F. Hayashi and A. Kashyap (eds.), *Structural Impediments to Growth in Japan*, University of Chicago Press, pp. 37-69.
- Gale, W. G. [1990], “Federal Lending and the Market for Credit,” *Journal of Public Economics*, 42(2), pp. 177-193.
- Ihori, T., T. Nakazato and M. Kawade [2003], “Japan’s Fiscal Policies in the 1990s,” *The World Economy*, 26(3), pp. 325-338.
- Kameda, K. and M. Nakata [2005], “Public Debt and the Macroeconomic Stability in Japan,” *Public Policy Review*, 1(1), pp. 49-89.
- Kano, M. and Y. Tsutsui [2003], “Geographical Segmentation in Japanese Bank Loan Markets,” *Regional Science and Urban Economics*, 33(2), pp. 157-174.
- Kornai, J. [1980], “*Economics of Shortage*,” North-Holland.
- Mankiw, N. G. [1986], “The Allocation of Credit and Financial Collapse,” *Quarterly Journal of Economics*, 101(3), pp. 455-470.
- Petersen, M. A. and R. G. Rajan [1994], “The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data,” *Journal of Finance*, 49(1), pp. 3-37.
- Williamson S. D. [1994], “Do Informational Frictions Justify Federal Credit Program,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 26(3), pp. 523-554.